



FABIANO SACCONI

Equity options e o regime da imputação de direitos de voto

A modernização financeira e os mecanismos de imputação. Uma
análise crítica

Dissertação com vista à obtenção
do grau de Mestre em Direito e
Mercados financeiros

Orientador,

Doutor André Figueiredo, Professor da Faculdade de Direito da Universidade Nova de
Lisboa

***Equity options* e o regime da imputação de direitos de voto**

**A modernização financeira e os mecanismos de imputação. Uma
análise crítica**

Declaração de Compromisso de Anti Plágio

Declaração de Compromisso de Anti Plágio

Declaro por minha honra que o trabalho que apresento é original e que todas as minhas citações estão corretamente identificadas. Tenho consciência de que a utilização de elementos alheios não identificados constitui uma grave falta ética e disciplinar.

Lisboa, 15 de setembro de 2018

(Fabiano Saccone)

*Aos meus pais, à Marta e aos amigos.
Sem eles esta etapa da minha vida não teria sido escrita*

Lista de Abreviaturas

al. *alínea*

als. *alíneas*

art. *artigo*

arts. *artigos*

CMVM. *Comissão do Mercado de Valores Mobiliários*

CodMVM. *Código do Mercado de Valores Mobiliários*

CONSOB. *Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*

CVM. *Código dos Valores Mobiliários*

opa. *Oferta pública de aquisição*

TUF. *Testo Unico della finanza*

WpUG. *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*

Modo de citar

- I. Todas as disposições legais citadas sem referência expressa ao diploma legal em que se integrem pertencem ao Código dos Valores Mobiliários, tal como vigente na presente data.
- II. Todas as menções feitas às alíneas e), i) e h) devem ser interpretadas no sentido de pertencerem ao nº1, do art. 20.º, do Código dos Valores Mobiliários.
- III. A dissertação encontra-se redigida no novo acordo ortográfico, salvo nas partes em que o texto citado ou a própria legislação façam uso do antigo acordo ortográfico.
- IV. O uso de anglicismos deve-se a razões de exatidão científica, de modo a evitar possíveis erros de tradução ou traduções inapropriadas.

Número de caracteres

O corpo desta dissertação (incluindo espaços e notas de rodapé) contém 209942 caracteres contidos entre a Introdução e a Conclusão.

Índice

.....	1
Declaração de Compromisso de Anti Plágio	3
Lista de Abreviaturas	5
Modo de citar	5
Número de caracteres.....	5
<i>Índice</i>	6
Abstrato.....	9
Abstract	9
Introdução.....	11
Capítulo 1: As opções financeiras enquanto derivados financeiros	15
1. Noção de opção financeira.....	16
1.1 Enquadramento jurídico	17
1.2 Liquidação.....	21
2. <i>Equity options</i>	22
2.1 Teor	22
2.2 Contratos de <i>equity options</i>	22
2.3 Utilizações	24
2.4 <i>Decoupling</i>	25
2.5 <i>Settlement method election</i>	28
2.6 Modalidades	29
2.7 Estratégias	32
Capítulo 2: Imputação de direitos de voto	34
1. Imputação de direitos de voto: funcionalidades e dificuldades.....	35

1.1	A funcionalidade plural da imputação de direitos de voto.....	36
1.2	A interpretação do art. 20.º CVM.....	37
2.	Situações de imputação: imputação direta e indireta	45
a.	Imputação indireta e a aquisição em virtude de acordo	46
b.	<i>Acordo de aquisição enquanto instrumento de concertação</i>	49
c.	A natureza das alíneas do art. 20º: ficções legais, presunções absolutas ou presunções relativas?	52
d.	<i>Equity options</i> enquanto acordos de aquisição.....	57
	Capítulo 3: A problemática da imputação de direitos de voto nas <i>equity options</i>	59
1.	<i>Equity options</i> enquanto derivados não lineares e <i>decoupling</i>	60
1.1	<i>Equity options</i> com liquidação financeira	61
1.2	O <i>decoupling</i> e a imputação de direitos de voto: <i>decoupling of economic and voting ownership</i>	62
1.3	O <i>decoupling</i> como técnica de camuflagem da propriedade societária: <i>hidden ownership</i>	64
1.4	Reconhecimento do <i>hidden (morphable) ownership</i> enquanto fenómeno de imputação de direitos de voto no panorama da jurídico europeu e nacional	65
1.5	A imputação de direitos de voto em situações que consubstanciem <i>hidden ownership</i> - a al. i), nº1, do art.20.º	67
1.6	A possibilidade de aquisição numa <i>cash-settled equity option</i>	70
2.	As estratégias com <i>equity options</i> e a imputação de direitos de voto	73
2.1	A relevância das estratégias, das modalidades e das funções das <i>equity options</i> para a interpretação e aplicação do regime da imputação dos direitos de voto.....	74
2.2	As <i>Equity options</i> americanas e europeias e a imputação de direitos de voto.....	75

2.3	<i>Plain vanilla equity options, Barrier equity options, Binary equity options</i> e a imputação de direitos de voto	76
2.4	As estratégias e a imputação de direitos de voto: opções empíricas ou opções especulativas enquanto redutoras da intensidade de influência.....	81
3.	Provas que afastam a presunção de imputação com fundamento em <i>equity options</i>	82
3.1	Inexistência de atuação concertada	82
3.2	Acordos que têm por objeto o exercício de direitos de voto	83
3.3	O dever de lançamento de opa enquanto corretor dos resultados de imputação	84
Capítulo 4: Crítica ao mecanismo de imputação de direitos de voto vigente: uma análise comparada.....		87
Conclusões		92
<i>Bibliografia</i>		99

Abstrato

A detenção de posições longas em *equity options* pode levantar sérias dúvidas na delimitação da propriedade jurídica e económica sobre as ações que servem de ativo subjacente a este derivado financeiro. A dissociação entre a titularidade jurídica e económica opera também ao nível dos direitos de voto que estão implícitos a estes contratos, razão pela qual no cômputo de participações qualificadas, o regime de imputação de direitos de voto do art.20.º CVM abrigue entre as situações de imputação indireta previstas no seu nº1, a possibilidade de as *equity options* servirem como fundamento à imputação, no âmbito das als. e) e i) do nº1, art.20.º do CVM. A contextualização interpretativa exigida pelo mecanismo de imputação de direitos de voto obriga a que nem todas as *equity options* possam considerar-se acordos relevantes para efeitos das funcionalidades subjacentes a este regime. Será necessário aferir se se cumprem as exigências implícitas ao mecanismo de imputação de direitos de voto, seja no que ao *ratio* das als. e) e i), do nº1, art. 20.º do CVM diz respeito, seja ao abrigo da cláusula geral de atuação em concertação constante da al. h), do nº1, art. 20.º do CVM, seja na própria contextualização funcional para a qual a norma de imputação é invocada.

Palavras-chave: *equity options*, derivados financeiros, imputação de direitos de voto, ações, cômputo de participações qualificadas, *decoupling*, atuação em concertação, *hidden (morphable) ownership*.

Abstract

The holding of long positions in equity options may raise serious doubts concerning the delimitation of legal and economic ownership over the underlying shares of this financial derivative. The decoupling between legal and economic ownership also operates at the level of the voting rights that are implicit in these contracts, which is why, in the calculation of major holdings, the system of imputation of voting rights enshrined in article 20 CVM, under the indirect imputation situations provided for in paragraph 1, lays down the possibility of equity options to serve as a basis for imputation, within the scope of als. e) and i) of paragraph 1, article 20 of the CVM. The interpretative contextualization required by the imputation mechanism of voting rights demands that not all equity options can be considered as relevant

agreements for the purposes of the underlying features of this scheme. It will be necessary to assess whether the implicit requirements are met for the imputation mechanism of voting rights, whether in relation to the ratio of als. (e) and (i) of paragraph 1, Article 20 of the CVM refers, either under the general clause of action in constant consultation of al. h) of paragraph 1, Article 20 of the CVM, or in the functional context itself for which the imputation mechanism is invoked.

Keywords: equity options, financial derivatives, imputing voting rights, shares, calculation of major holdings, decoupling, acting in concert, hidden (morphable) ownership.

Introdução

O exercício e a imputação de direitos de voto dentro de uma sociedade são um tema fundamental e fraturante do atual direito mobiliário português. Um dos mecanismos chave para apurar quem exerce os direitos de voto numa sociedade aberta – no sentido de identificar quem detém os poderes de decisão dentro de uma sociedade – encontra-se consagrado no art. 20.º do Código dos Valores Mobiliários Português, trata-se do ilustre regime da imputação de direitos de voto. A sua importância é vital e particularmente relevante naquelas situações onde não existe uma perfeita correlação entre o número de ações e os direitos de voto detidos por um participante, por, em virtude de uma dissociação entre os direitos de voto e as próprias ações, o exercício destes votos caber a um terceiro que, inclusive, pode não ser, sequer, acionista. Imaginemos que uma empresa com o nome *Participantes* detém 2% das ações da empresa *Visados*. Meses mais tarde, momentos antes da assembleia geral de acionistas da empresa *Visados*, repentinamente, a *Participantes* alega deter 20% dos direitos de voto sobre a *Visados*, sem que, no entanto, sejam titulares jurídicos de 20% do seu capital social. A *Visados*, no momento do exercício dos direitos de voto, exerce apenas 80% destes direitos, embora seja titular jurídica de 98% das ações. Como é que este fenómeno é possível? Sucede que a *Participantes*, embora não tenha adquirido 20% das ações da sociedade *Visados*, é beneficiária de uma *call equity option*, uma opção financeira de compra de ações, celebrada com o banco *Intermediários*, que lhe atribui a opção de adquirir as restantes 18% das ações. Esta opção de aquisição, que ainda não foi utilizada (ou seja, exercida), não transfere, no momento da sua celebração, a propriedade jurídica das ações correspondentes da *Visados* para a *Participantes*, ao invés, nesse momento, com o contrato de opção para a aquisição das ações opera a transferência daquele que é o interesse económico existente sobre essas mesmas ações. No fundo, com a aquisição da *call equity option*, a *Participantes* torna-se proprietária económica de 18% das ações, e dado que já era titular formal de outros 2%, passa a exercer 20% dos direitos de voto inerentes às ações respetivas. Mas como é que é possível à *Participantes* exercer direitos de voto respetivos a ações das quais não é proprietária jurídica? Tal só será possível se, em virtude da celebração da *call equity option*, tenha operado como que uma dissociação entre a titularidade dos direitos de voto e a titularidade das ações a estes

correspondentes. É como se a opção financeira transferisse os direitos de voto num momento, e só noutro, transferisse as ações respetivas. E a *Participantes*, será que queria adquirir e exercer os direitos de voto, sem no entanto, ser titular jurídica das ações? Por outras palavras, poderemos afirmar que a *Participantes* está sequer em condições de exercer hoje os direitos de voto de ações que só irá adquirir amanhã? Se sim, como é que as exerce? Exerce por si só, em nome da *Participantes*? Ou tentará influenciar a *Visados* a exercer os direitos de voto conforme a sua vontade? Estará em concertação com a *Visados*, e a *Visados* reconhece que a existência de um acordo de aquisição é informação suficiente para que seja presumível que a *Participantes* queira exercer 20% dos direitos de voto? É justamente no sentido de dar uma resposta válida a estas questões que se versam as páginas que se seguem. A aquisição fictícia que exemplifiquei, da *Participantes* sobre 18% das ações da *Visados*, mediante uma *call equity option*, é um exemplo paradigmático das novas técnicas de aquisição de ações e de controlo societário que têm vindo a surgir com o advento dos derivados financeiros sobre ações. A modernização financeira permitiu, nestes termos, que fosse possível adquirir largas quantidades de capital social fora do mercado regulado, nos denominados mercados não regulamentados ou de balcão (*OTC*, ou *over-the-counter*, na sigla inglesa), muitas vezes de forma anónima, através de acordos de aquisição que passavam despercebidos às normas regulatórias relativas à transparência de detenção de posições longas em instrumentos financeiros.

É no seguimento destas considerações que se versam os vários capítulos que se seguem. O Capítulo 1 servirá como rampa de lançamento ao estudo sistemático das opções financeiras enquanto instrumentos financeiros derivados, particularmente na sua caracterização como *core derivatives*. Numa fase inicial detalharei a noção e caracterização das opções num sentido amplo para no momento oportuno apresentar um estudo mais detalhado das *equity options* que se apresentam como o verdadeiro centro de gravidade sobre o qual versam os capítulos seguintes desta dissertação. Irei aprofundar o estudo das várias modalidades de *equity options*, a sua elasticidade funcional, a standardização com que estes contratos são negociados no mercado de capitais global, o estudo dos novos fenómenos de *decoupling* e todos os outros fatores relevantes que permitam sedimentar os conhecimentos técnicos necessários para que passo-a-passo o leitor seja conduzido para o impacto que estes contratos de aquisição de

ações podem apresentar naquelas que são as preocupações conotadas ao mecanismo de imputação de direitos de voto.

A paragem do Capítulo 2 será toda ela focada no regime da imputação de direitos de voto do art. 20.º do CVM. Nos vários pontos deste capítulo analisarei as funcionalidades e os objetivos associados ao regime de imputação de direitos de voto, com particular destaque nas matérias associadas à imputação indireta com fundamento nas alíneas e) e i), do n.º1, do art.20.º, já que são estas as situações de imputação que albergam as *equity options* nas suas hipóteses legais. Ainda neste capítulo, numa parte final, irei aprofundar um estudo geral da natureza jurídica das situações de imputação, na sua classificação em ficções legais, presunções absolutas ou presunções relativas, com especial destaque para o ideal de ponderação que deve acompanhar todo este raciocínio, particularmente quando a temática diga respeito à imputação com fundamento em *equity options*. A ponte entre este capítulo e o seguinte irá introdutoriamente descrever como é que as *equity options* se apresentam enquanto acordos de aquisição relevantes e fundamentos à imputação de direitos de voto.

O Capítulo 3 é o núcleo-duro desta dissertação. Nele é aprofundada a problemática inerente à imputação de direitos de voto fundada em *equity options*. São repescados e analisados os conceitos teóricos apresentados nos Capítulos 1 e 2, embora agora, a exposição seja diferente, crítica e prática, e as funcionalidades e características das *equity options*, como o fenómeno de *decoupling* e as várias modalidades contratuais, são cruzadas com os objetivos perseguidos pelo mecanismo de imputação de direitos de voto consagrado no art. 20.º do CVM. Esta não será apenas uma exposição crítica e inconclusiva, procurarei, pelo contrário, encontrar respostas válidas, cuja fundamentação será principalmente lógico-prática e assente nas premissas definidoras das melhores práticas a seguir para que a imputação de direitos de voto com fundamento em *equity options* siga as finalidades traçadas pelos princípios norteadores de transparência de informação e eficiência de mercado.

O último Capítulo desta dissertação será o Capítulo 4. Este irá versar num estudo de direito comparado de algumas das problemáticas que analisei no capítulo anterior. Os ordenamentos jurídicos do Reino Unido, Alemanha e Itália apresentam alternativas e

soluções distintas dos quais o legislador mobiliário português pode retirar algumas lições que, aliás, são muito próximas das respostas que tentarei transmitir com este estudo.

Espero que no final desta dissertação, questionado sobre a influência que a *Participantes* possa estar a ser a exercer os direitos de voto da *Visados*, o leitor não responda subitamente que sim ou que não, mas que ao invés pergunte: “posso analisar os detalhes do contrato em questão?”

Capítulo 1: As opções financeiras enquanto derivados financeiros

As opções financeiras enquanto realidades jurídicas emergentes de uma realidade estritamente financeira fazem parte do denominado grupo dos *core derivatives* – também denominados pela doutrina jurídica como “arquétipos”, “grupos”, “formas”, ou “categorias” essenciais dos derivados – nos quais, juntamente com as opções, se inserem os futuros, *forward* ou os *swaps*, nas suas diversas categorias e classificações. Estes são instrumentos a *prazo* – entendido como um *termo suspensivo* (Almeida, 2013) – cujas operações, *no lugar de serem objeto de execução imediata (operações a contado ou “spot”), envolvem a existência de um período de tempo mais ou menos longo entre a data da sua realização e a de execução dos seus efeitos (operações a prazo ou “forward”)* (Antunes J. A., 2008). Estas operações visam negociar sobre um *ativo subjacente* com o qual é criada a chamada *relação de derivação* – razão pela qual os derivados financeiros se qualificam como *instrumentos “de segundo grau”* (Antunes J. A., 2008) – *construídos e valorados por referência a uma outra realidade primária, ou “de primeiro grau, que a lei designa por “ativo subjacente” (“underlying asset”, “Basiswert”)*. Os ativos subjacentes, ativos de base ou derivantes, constituem realidades de cariz muito heterogéneo, estes podem revestir natureza corpórea ou incorpórea, real ou virtual, industrial ou financeira, jurídica ou económica. As únicas limitações são as que se encontram ligadas à necessidade destas realidades estarem sujeitas a um risco de variação do respetivo valor – *tal significa que tal ativo, enquanto variável da qual depende o cálculo do valor do derivado, deve ser uma grandeza continuamente mensurável durante o prazo da sua vigência até à data da sua execução.*” (Antunes J. A., 2008) – e que estas realidades subjacentes sejam legalmente admitidas à negociação.¹

Os derivados caracterizam-se pelo desempenho de uma *função financeira*, uma vez que permitem seguir funcionalidades de cobertura de risco – como o risco de mercado, de crédito, regulatório ou outro risco económico análogo (Antunes J. A., 2008); finalidades de *especulação* – ao permitirem realizar aplicações lucrativas que visam jogar na antecipação do sentido de evolução dos ativos subjacentes; finalidades de *arbitragem* – caso as aplicações lucrativas visem

¹ Vide o elenco taxativo de ativos relevantes constantes do art.2º, nº1, al. e) e f) do CVM.

tirar partido das imperfeições dos mercados ou preços dos ativos subjacentes; funções de *alavancagem financeira* (*financial leverage*, *Hebelwirkung*); funções de financiamento indireto; funções ligadas a uma correta formação dos preços dos ativos subjacentes; e até, funções de criação de uma maior eficiência e liquidez do mercado de capitais no seu conjunto (Antunes J. A., 2008).

Os derivados são instrumentos financeiros que se contradistinguem dos demais também por razões formais, ao contrário dos restantes valores mobiliários, os derivados “*nascem de contratos*” (Neyman, 1999), *os derivativos “são contratos”* (Reiner, 2002), *os derivados são “contratos que geram um instrumento financeiro”* (Girino, 2001), ou “*o denominador comum dos instrumentos derivados negociados no mercado organizado ou fora dele é, indiscutivelmente, um contrato*” (Peltier). Aliás, a expressão contrato é utilizada na lei portuguesa, (art. 2.º, nº1, al. e) do CVM) e estrangeira (*“contrats financiers”, “Termingeschäfte”, “contratti a termine”*), onde, o termo *contrato* é empregue, não no seu sentido tradicional ou técnico, mas no sentido amplíssimo de modelo comercial abstrato apto a gerar vinculações jurídicas (Antunes J. A., 2008).

Vejamos agora os contornos próprios das opções financeiras.

1. Noção de opção financeira

Designam-se por *opções* (*“options”, “Optionsgeschäfte”, “contrats d’option”, “opzioni”*) (Antunes J. A., 2008) os contratos a prazo que atribuem a uma das partes um direito potestativo de compra ou de venda de certo ativo subjacente por preço e em (ou até) data predeterminados, a executar mediante liquidação física ou financeira, contra a obrigação de pagamento de um prémio.

À opção financeira que dê ao seu proprietário a opção, isto é o direito, de adquirir o ativo subjacente dá-se o nome de opção de compra ou *Call Option*. Se pelo contrário o direito é venda, temos uma opção de venda ou *Put Option*. Deste modo, uma *call option* é a opção que atribua ao titular da posição longa (*holder*) o direito de comprar o ativo subjacente a um preço pré-determinado, designado por preço de exercício (*strike price*), e em (ou até) data predeterminados (um prazo até ao vencimento). O vendedor desta *Call Option* (em regra um banco servindo de intermediário financeiro (*writer*), é obrigado a vender o ativo subjacente ao comprador da opção se este decidir *exer*ver o seu direito de compra. O direito de compra ou

o direito de venda é geralmente um direito que aciona a aquisição ou a venda ao preço pré-determinado no prazo pré-estabelecido, direito este que é potestativo caso a sua eficácia esteja na plena disponibilidade do seu titular – o negócio fica sujeito ao exercício deste direito, razão principal pela qual as opções financeiras são consideradas negócios condicionais ².

1.1 Enquadramento jurídico

As opções financeiras independentemente da sua classificação quanto ao ativo subjacente, gozam de um conjunto de características jurídicas que lhes são comuns. Existem similitudes inerentes às posições jurídicas, entre outras características, que irão ser explicitadas nos pontos que se seguem, para que aquando da introdução do capítulo dedicado às *equity options* as bases jurídicas das opções financeiras estejam desde logo devidamente sedimentadas.

a) Assimetria de posições

A assimetria de posições é uma característica nuclear e exclusiva das opções (Ferreira, Opções Financeiras, Gestão de Risco, Especulação e Arbitragem, 2009). Assimétrica é a posição existente entre as partes: direito, mas não obrigação, por parte do comprador, e a correspondente obrigação de entrega do ativo subjacente (ou *payoff*), do vendedor da opção, titular da posição curta. Esta característica não se verifica em qualquer outro derivado financeiro, daí que as opções sejam designadas por *derivados não lineares*, contrapondo-se aos chamados *derivados lineares* onde esta relação assimétrica não se verifica.

b) Contrato aleatório, abstrato e negócio condicional

As opções financeiras são instrumentos financeiros (i) *estocásticos e aleatórios* (Antunes J. A., 2008) – uma vez que os negócios em que se consubstanciam envolvem *prestações negociais cujo “an” e “quantum” não é possível determinar no momento da respetiva celebração para uma ou ambas as partes* – dependendo de um evento futuro de natureza estocástica, apenas determinável em definitivo no momento da respetiva execução; (ii) *abstratos* (Antunes J. A., 2008) – no sentido em que uma vez criados, se tornam autónomos ou independentes em face dos respetivos ativos subjacentes: *muito embora economicamente o derivado constitua uma duplicação do ativo subjacente (pelo que o valor do primeiro deriva do valor do segundo), de um ponto de vista jurídico encontramos-nos perante instrumentos*

² Vide ponto 1.1, al. b.

juscomerciais “a se” cuja existência e validade é totalmente independente das vicissitudes jurídicas desse ativo; e são também (iii) negócios condicionais ou *negócios a prazo condicional* (Antunes J. A., 2008) – a condição é uma cláusula negocial que tem como conteúdo típico a sujeição da eficácia do negócio ou de parte dele a um facto futuro e incerto (Vasconcelos, 2012), nas opções financeiras tradicionais (*plain vanilla options*) o facto condicionante corresponde unicamente à *condição suspensiva potestativa* traduzida na vontade do titular da opção querer exercer a opção financeira se esta estiver *in-the-money*. A condição é, nestes termos, um elemento *sine qua non* da opção financeira uma vez que é o direito de exercício do titular que caracteriza o negócio. Este facto leva-me a rejeitar o denominado *dogma da exterioridade condicional* (Geraldes) dado que a condição não é para as opções financeiras uma cláusula acessória típica do negócio jurídico, mas um elemento essencial e definidor do seu tipo contratual social.

c) Contrato obrigacional

O contrato de opção assume uma natureza obrigacional, vigorando o princípio da liberdade negocial, sendo permitido às partes fixar livremente o conteúdo das cláusulas contratuais com observância do disposto no art. 280º do código civil.

d) Contrato bilateral e não sinalagmático

É seguro estatuir que o contrato de opção é um contrato bilateral³. Mais duvidoso será afirmar que se trata de um contrato sinalagmático. O sinalagma liga as prestações e contraprestações ou os efeitos obrigacionais. No caso dos negócios sinalagmáticos a prestação ou a atribuição patrimonial de uma das partes constitui a razão de ser e o fundamento jurídico da sua contraprestação ou da atribuição patrimonial correspondente, em termos tais que a falta de uma tem como consequência que a outra não seja exigível ou, se tiver sido prestada, deve ser restituída. Sucede que, nas opções financeiras a sinalagmaticidade das prestações é dúbia, pois tal afirmação depende da definição de quais as prestações que devem ser consideradas para este efeito. Ao considerar que a obrigação assumida por cada um dos contraentes constitui a razão de ser da obrigação contraída pelo outro, teríamos um

³ Os contratos de opção podem ainda apresentar uma estrutura plurilateral, uma vez que no caso de as opções serem negociadas no mercado organizado envolve-se a intervenção simultânea das partes contratantes (beneficiário e concedente), de intermediários financeiros e da entidade gestora do mercado

sinalagma genético – que opera no momento da constituição do contrato e da sua eficácia, esgotando-se nesse momento. Estas obrigações constituem-se no seio de um contrato de opções, embora careçam da verificação de acontecimentos incertos que tornem o contrato eficaz. O contrato de opções não se esgota no momento em que é celebrado, pois a realização de uma das atribuições patrimoniais está condicionada e é diferida para um momento futuro e incerto. O sinalagma funcional também se encontra fora de questão, pois embora se trate de um contrato de execução diferida não existe corresponsabilidade das atribuições patrimoniais das partes durante a duração e o desenvolvimento da relação contratual. A sinalagmaticidade das prestações não parece ser uma hipótese aplicável às opções financeiras.

e) Contrato oneroso

A caracterização do contrato como sendo oneroso tem importantes implicações a nível do regime jurídico aplicável. O contrato de opção, independentemente da sua classificação ou da sua modalidade, é um contrato que implica geralmente obrigações de pagamento para ambas as partes. A obrigação assumida pelo titular da posição curta é geralmente compensada pelo pagamento do prémio da opção por parte do titular da posição longa. Note-se que embora não exista uma exata correspondência entre os valores das prestações assumidas por cada uma das partes, o que releva é o facto de as partes estarem conscientes da sua vontade, e de se considerarem compensadas com a prestação da outra parte (Teixeira, 2017), independentemente daquela prestação ter um valor muito inferior (o valor do prémio) à que a outra parte está obrigada (a entrega do ativo subjacente ou do *payoff* correspondente). Razão pela qual não me resta senão concluir que os contratos de opção são, em regra, contratos onerosos.

f) Contrato de execução diferida com prestações instantâneas ou duradouras

No que concerne ao tempo de realização das prestações que emergem do contrato de opção, podemos qualifica-las como prestações duradouras ou instantâneas, conforme o seu cumprimento seja exigível de forma instantânea ou protelada no tempo. No contrato de opção, a exigibilidade das prestações pode assumir ambas as formas, embora a mais comum seja a situação cuja entrega do ativo subjacente, ou pagamento do *payoff*, se esgote num só momento. Enquanto uma opção padrão obedece a este funcionamento, uma opção

estruturada poderá estabelecer a existência de vários momentos de execução contratual distanciados no tempo, uma vez que no fundo, se tratam de várias opções combinadas entre si. Deste modo podemos assumir que uma estrutura de opções, sob a forma de um único produto financeiro complexo, pode prever a existência de várias obrigações duradouras, sejam estas *fracionadas*, através de sucessivas prestações instantâneas cujo valor esteja previamente fixado; sejam *duradouras em sentido estrito*, se o factor tempo assumir uma influência decisiva na fixação do seu valor (Varela, 2000). A sua classificação numa ou noutra modalidade dependerá exclusivamente do tipo de opções que constituem a estrutura. Para estruturas de opções digitais onde o *payoff* da opção se encontra previamente definido as obrigações serão tipicamente duradouras do tipo *fracionado*, já para estruturas com opções padrão ou asiáticas, onde o *payoff* varia consoante o valor do *strike price* que, por sua vez varia com o próprio tempo, temos obrigações *duradouras em sentido estrito* ou, mais concretamente, obrigações de *trato sucessivo*, uma vez que o cumprimento das prestações se renova em intervalos normalmente regulares.

É também importante salientar que o facto de as opções serem do tipo americano ou europeu não afeta a classificação da prestação de entrega do ativo subjacente (ou valor diferencial equivalente) para efeitos desta classificação. O facto de a execução do contrato ser exigível a todo o tempo ou apenas na maturidade do contrato não muda o facto de o comportamento do devedor vencer num único momento em ambos os casos, correspondente ao instante em que o beneficiário decide exercer a opção financeira.

g) Contrato nominado e inominado, típico e atípico

O contrato de opção é um contrato nominado uma vez que possui um *nomen iuris* atribuído pela lei. Aliás, as opções, juntamente com os futuros e *swaps*, são também denominados de *derivados nominados* (Antunes J. A., 2008) ao estarem expressamente consagrados na lei portuguesa no art. 2.º, nº1, al. e) do CVM. Só assim não será, quando os contratos de opção são fruto da pura inventiva da autonomia privada, como será o caso das opções estruturadas

cujos instrumentos sejam considerados *produtos financeiros complexos*⁴, caso no qual, será preferível apreciar tais contratos como inominados.

Independentemente de serem ou não nominados, a classificação dos contratos de opção relativamente à sua tipicidade é uma discussão de diferente calibre. Se, por um lado, os contratos de opção são de facto insuscetíveis de se reconduzirem aos tipos negociais tradicionais (Antunes J. A., 2008) – e podemos defini-los como *legalmente atípicos* – por outro, é dúbio asseverar que os mesmos não correspondem a um tipo social. A dúvida emerge justamente da própria definição de *tipo social*, enquanto modelos de contratos que existem e vigem na sociedade, na vida de relação, na prática (Vasconcelos, 2012). De facto, a função económico-social assumida pelos contratos de opção (principalmente se considerarmos as opções de primeira geração) está em expansão desde os finais dos anos 80 (Antunes J. A., 2008), e são hoje uma verdadeira realidade estabilizada, uma prática reconhecida, cujos contratos são vinculativos e até estandardizados, suficientemente plenos para permitir uma contratação por referência, pelo que, não considero estar a assumir qualquer risco, quando me inclino por reconhecer que os contratos de opção, principalmente nas suas modalidades tradicionais, são verdadeiros tipos sociais.

1.2 Liquidação

As opções são liquidáveis física e financeiramente (Câmara, 2011). Diz-se que a liquidação é física (*physical settlement*) quando existe a efetiva entrega do ativo subjacente, pelo preço (preço de exercício) e nas quantidades para o efeito estipulados; pelo contrário, diz-se de liquidação meramente financeira (*cash settlement*) aquela na qual o comprador da opção exige à outra parte que esta lhe pague, tratando-se de uma opção de venda, a diferença positiva que porventura exista entre o preço de exercício e um preço de referência calculado pela entidade gestora do mercado para a data de liquidação, ou, tratando-se de opção de compra, a diferença negativa que eventualmente se verifique entre esses dois preços.

⁴ Vide ponto 2.7

2. *Equity options*

2.1 Teor

Ao terminar este breve apontamento sobre as opções financeiras urge a necessidade de detalhar os contornos próprios das *equity options*. O protagonismo crescente assumido pelas *equity options*, surge no meio jurídico como paradigma das várias técnicas de modernização para a aquisição (e influência) de ações (capital e votos) em instituições de crédito, empresas de seguros e sociedades abertas. O estudo autónomo das *equity options*, justifica-se não só pelas peculiaridades jurídicas próprias (e já conhecidas) dos derivados financeiros, ao espelharem a complexidade que os contratos assumiram no mundo financeiro, outrossim (e principalmente) por estas opções criarem uma relação jurídica entre o *writer*, *holder* e terceiros que, em virtude de um acordo de aquisição sobre ações, levanta sérios problemas de delinação da propriedade, jurídica de um lado, económica de outro, sobre essas ações, problemas sobre a titularidade dos direitos de voto respetivo a essas ações e, conseqüentemente, criam dificuldades no quadro da computação da própria influência que o detentor da posição longa possa ter sobre esses direitos de voto, em virtude de potencialmente vir a adquirir essas ações num futuro.

É com este pano de fundo que irei, de seguida, descrever as *nuances* que caracterizam (e delimitam) os contratos de *equity options* das restantes opções financeiras, *nuances* estas que, juntamente ao enquadramento já feito para as opções financeiras em geral, completam (ou pelo menos, detalham) a classificação das opções financeiras sobre ações.

2.2 Contratos de *equity options*

Os contratos de *equity option* são contratos de opção que permitem contratualizar a transferência ou especulação sobre o risco económico associado às oscilações do valor de um determinado quantitativo de ações (*equities*). Em termos muito genéricos, uma *call equity option* é o contrato pelo qual uma das partes (*holder* ou titular da posição longa), ao celebrar um contrato de *equity option*, fica empossada no direito de adquirir as ações subjacentes (*equities*), ficando a outra parte (*writer* ou titular da posição curta), obrigada à entrega física ou financeira do montante de ações no momento da conclusão e execução do contrato (bem assim como eventuais dividendos gerados pelas mesmas). Os *equity options* são instrumentos

financeiros derivados expressamente previstos no artigo. 2º, nº1, al. e) do CVM. A natureza jurídico-contratual destes contratos é em todo idêntica às restantes opções financeiras, embora o seu ativo de base lhe atribua um cunho fortemente diferenciado e uma classificação própria.

I. A classificação de “*equity*” *option* é centrada no critério do ativo subjacente, o que não implica, que ao lado deste critério não existam outros critérios e classificações. Destarte, um contrato de *equity option* é também um contrato nominado (pois encontra-se expressamente previsto na lei), é um derivado uniforme e de balcão (conforme se trate de um contrato de *Equity option* constituído de forma padronizada e transacionado em mercado organizado, ou *taylor made* e transacionado em mercado de balcão), é um derivado financeiro (pois subjaz-lhe uma entidade puramente financeira, ações) e por fim, um derivado de liquidação física ou financeira, conforme acordado.

II. Uma vez que os *equity options* são contratos, urgiu a necessidade de uniformizar e definir modelos a seguir na celebração destes contratos de opção. Foi no seguimento desta necessidade, que os bancos e intermediários financeiros que realizam operações no mercado de derivados decidiram organizar-se e fundar em 1985 a Associação Internacional de Swaps e Derivativos (na sigla inglesa *ISDA*, *International swaps and derivatives association*). Entre outras atribuições, a *ISDA* pretendia realizar vários documentos que criassem modelos, definições, regras contabilísticas, a aplicar aos diversos derivados-tipo, transacionados em mercado de balcão – *OTC* – caso em que os mesmos são adotados às necessidades concretas dos investidores. Esta uniformização ocorreu (maioritariamente) através da construção de modelos pré-elaborados (minutas), com terminologia previamente definida, que constituíram acordos multilaterais que vinculam os investidores que as subscrevem. Os objetivos desta técnica consistem na minimização dos custos de negociação e celebração de contratos, acelerando, facilitando e uniformizando a própria juridicidade dos contratos. Esta estandardização não obsta, como em qualquer outro contrato, ao ajuste de certas cláusulas à vontade das partes, desde que a isso anuam, o que não exclui a utilização de cláusulas já existentes, como as habituais cláusulas de compensação (*netting by novation*, *close-out netting* (*unwind deals*), cláusulas estas de carácter imperativo) (Calheiros, 2000), por outro lado, cada

operação individual possui características próprias que por razões de impossibilidade fáctica, não se encontram definidas. Dados como a data de celebração do contrato, maturidade, valores, condições suspensivas ou outros elementos atinentes ao cumprimento e execução do contrato são introduzidos conforme as particularidades próprias de cada contrato. Aliás, é nesta vertente que como vimos, não se dispensa da análise casuística quando se pretendem analisar dados relativos à finalidade do contrato. O *master agreement* não será certamente um indicador suficiente para auferirmos se um dado contrato é ou não especulativo, arbitragista ou mitigador de risco.

A celebração de contratos de opções, ou *confirmations*, inicia-se, em mercado de balcão, com a adesão e subscrição desses modelos padronizados – *master agreements* – esta subscrição define as condições gerais pelas quais a operação individual concretizada pelas partes se regerá. O modelo subscrito que disciplinará o contrato dependerá, antes de mais, do próprio ativo subjacente do derivado financeiro. No que toca os *equity options*, que aqui nos dizem respeito, o *ISDA master agreement* aplicável é o *2002 ISDA Equity Derivatives Definitions*. Como já é costume nestes modelos, o *agreement* encontra-se dividido numa parte geral - na qual se definem um conjunto definições utilizadas em todas as *confirmations* baseadas num respetivo ativo subjacente, neste caso *equity* - nas partes especiais, que dizem respeito ao tipo de derivado particular de cada transação, aos modos de liquidação (física ou financeira), aos dividendos, à definição de consequências para o caso de ocorrerem *extraordinary events*. Particularmente relevante é, na parte especial, a secção respeitante à liquidação⁵.

2.3 Utilizações

O ponto de partida quando pretendemos analisar as utilidades anexadas à negociação de *equity options* é o de considerar, antes de qualquer outra coisa, que estes contratos satisfazem interesses, pois *o negócio jurídico não é uma ação vazia*, as partes gerem entre si os seus interesses sobre algo e *esse algo sobre o negócio rege o seu objeto* (Pinto, 2012). Trata-se por isso de definir qual é *objeto* destes contratos. Uma vez que as opções financeiras são contratos aleatórios e estocásticos é o risco que dá ao negócio o seu sentido jurídico (Vasconcelos, 2012). As partes

⁵ Este tema será retomado com mais detalhe no ponto 2.5 relativo à *settlement method election*

pretendem negociar sobre esse mesmo risco – *no sentido em que as partes contratantes visam negociar sobre tal incerteza* (Antunes J. A., 2008) – fazendo com que o risco assuma nas opções financeiras um papel central e se transforme no próprio objeto contratual das *equity options*.

I. A primeira implicação desta incerteza é por si só uma prova que as partes ao negociarem sobre esse risco, negociam igualmente sobre um *déficit informativo* (Antunes J. A., 2008). As decisões são tomadas com base em informação (Abreu, 2012). O comprador da opção, trata a informação que possui como indicadora de uma potencial subida do preço das ações, e decide com base nessa informação, *cobrir* a subida de preço mediante a aquisição de uma opção financeira a um preço inferior ao preço futuro (e hipotético) dessas ações. Já o titular da posição curta acredita que o preço futuro não será superior ao preço de exercício, pois a informação que este possui indica uma tendência contrária àquela que se encontra ao dispor do *holder*. Do exposto retira-se facilmente que a cobertura de risco é uma das utilizações fundamentais das *equity options*. Porém, não é a única. As *equity options* são também frequentemente utilizadas para *alavancagem financeira* – tal significa dizer que através da mobilização de meios financeiros próprios reduzidos (minimização de investimento inicial), as *equity options* permitem participar mais do que proporcionalmente nas variações de valor do ativo subjacente (maximização do ganho ou perda) (Antunes J. A., 2008). O efeito de alavancagem será tanto mais elevado quanto maior for o diferencial entre o valor do capital aplicado e o preço das ações.

Até ao momento só foram descritas funções económicas conotadas às opções financeiras, porém a estrutura negocial das *equity options*, permite através do fenómeno de *decoupling* criar fenómenos que divergem do uso tradicional atribuído geralmente aos derivados financeiros, possibilitando outras dinâmicas com implicações jurídicas muito interessantes. Vejamos como.

2.4 Decoupling

O *decoupling* é o fenómeno que permite que os derivados financeiros sejam suscetíveis de provocar uma dissociação entre a propriedade jurídica e económica (entendida enquanto direito ao retorno do investimento) sobre o ativo subjacente, o que, no caso específico das

equity options consiste na hipótese de separar a propriedade económica sobre ações da propriedade jurídica sobre essas mesmas ações.

I. Nas *cash-settled equity options* o *decoupling* ocorre de forma total, uma vez que mesmo após a liquidação do contrato não é transferida a propriedade jurídica das ações para o titular. Esta situação levou a que nos últimos anos se tenha assistido a um protagonismo crescente deste tipo de derivados – *a phenomenon (...) fuelled by the trend of extraordinary expansion in the derivatives market* (Tonello, 2010) – este *phenomenon* comumente apontado pela doutrina americana, deve-se ao facto de muitos investidores estarem exclusivamente interessados na performance do preço das ações e não em se tornarem proprietários jurídicos das mesmas aquando da maturidade e execução do contrato. Ao permitir que os *holders* se tornem, na execução do contrato, proprietários de um *payoff* cujo valor corresponde em regra ao valor económico das ações, assume diferentes implicações.

II. De um ponto de vista financeiro, ao permitir que investidores que inicialmente não estariam interessados na aquisição das ações possam em virtude da aquisição de um derivado de liquidação financeira usufruir da performance do preço das ações é, antes de mais, uma mais-valia por incrementar a oferta de produtos financeiros no mercado. Um investidor poderá não estar interessado em adquirir formalmente as ações na maturidade do contrato por razões de diversa ordem: (i) pode não estar interessado nos direitos e obrigações emergentes da propriedade das ações ou no risco de uma futura exposição económica que tal titularidade atribui; (ii) a negociação com *cash-settled derivatives* não possui um nível de negociação mínimo (como sucede com os derivados de liquidação física, no qual existe um *notional* mínimo que deve ser negociado, nomeadamente em número de ações); e, por fim, (iii) existem as razões ligadas à própria gestão fiscal e de portefólios.

III. Já juridicamente, o *decoupling* revela-se uma técnica muito multifuncional no panorama societário. Se por um lado, o *decoupling* é utilizado para criar estruturas acionistas a vários níveis dentro da mesma pessoa jurídica (*dual class stock structures, pyramidal ownership structures*), denominadas de *old decoupling techniques*, por outro, o *decoupling* pode ocorrer entre pessoas jurídicas diferentes, como é comum nas *new decoupling techniques* (Tonello, 2010).

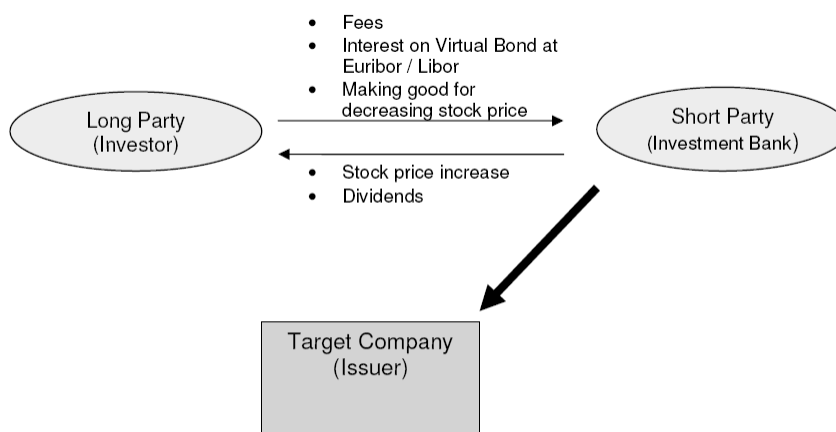


Figura 1 Relação triangular típica num contrato derivado de liquidação financeira sobre ações (Po, 2014)

Na situação de as ações não se encontrarem na esfera jurídica do *writer*, aquando da celebração do contrato de opção de liquidação financeira, o risco económico da cotação das ações está na posição curta, que se encontra exposta à oscilação do preço das ações se não for o seu proprietário jurídico, uma vez que caso o preço flutue para fasquias superiores a sua posição estará descoberta. Dada esta situação, tornou-se prática comum o *writer* cobrir o risco de variação do preço mediante a aquisição das ações, tornando-se proprietário jurídico das ações que futura e eventualmente serão vendidas através do *cash-settled equity derivative* ao adquirente da opção. Esta prática permite seguir uma dupla finalidade, a finalidade principal – de mitigar o risco inerente à oscilação da cotação das ações; e a finalidade secundária – a de permitir que, caso lhe seja requisitado, o *writer* esteja em condições de vender (fisicamente) as ações após a liquidação do *cash-settled equity derivative*, seja por mera instrução do titular da posição curta, seja pela existência de uma cláusula de *settlement method election*⁶.

A venda física das ações após a liquidação financeira do contrato é um fenómeno que poderá ocorrer seja pelo facto de o *writer* ser normalmente um banco ou um intermediário financeiro que possui um interesse *na manutenção deste relacionamento comercial estável e duradouro*,

⁶ Como iremos ver no ponto 2.5.

e que *não pode deixar de levar em linha de conta os interesses e até as instruções* (Antunes E. , 2018) daquele que é o seu cliente, seja por outro lado, por as ambas partes se encontrarem numa situação factual, principalmente económica, que favorece o cenário de compra das ações por parte do investidor-comprador, já que encaixou o *payoff* que lhe permite adquirir essas ações (uma vez que o diferencial entre o preço das ações e o seu preço de referência é justamente o preço de mercado das mesmas). Já do lado passivo é certo que o banco só adquiriu as ações para cobrir a posição curta resultante da celebração do contrato de opção com o seu cliente, presumindo-se que este não esteja interessado na titularidade das participações sociais adquiridas ao *issuer*.

2.5 Settlement method election

A *Settlement method election* (Internation Swaps and Derivatives Association , 2002) é a cláusula contratual que empossa uma das partes contratuais (a *electing party*, normalmente o *holder* da opção, por defeito) no poder de escolher a modalidade de liquidação durante a vida da opção ou numa (ou até uma) determinada data – a *Settlement Method Election Date*. O primeiro passo para compreender a situação sobrescrita está em dismantelar os elementos típicos presentes em contratos de derivados com *settlement method election*. Geralmente, começa-se por definir se a *settlement method election* é, ou não, aplicável ao contrato denominado. Em caso de resposta afirmativa, definir-se-á qual(is) a(s) parte(s) empossada(s) com o direito de escolha do modo de liquidação e o respetivo prazo – *settlement method election date* – na qual tal escolha deva ser realizada. É também comum, após a constatação dos elementos típicos descritos, definir qual é o modo de liquidação padrão – *default settlement method* – caso a *electing party* não proceda à escolha do modo de liquidação no prazo previsto. Na inexistência de um *default settlement method*, o master agreement definirá qual é o tipo de liquidação aplicável àquele derivado financeiro (Internation Swaps and Derivatives Association , 2002).

I. Em suma, através do *settlement method election* é possível obter resultados semelhantes aos delineados para as situações em que o investidor pretende adquirir as ações após a liquidação do *cash-settled equity derivative*⁷, uma vez que, caso exista *settlement method election*, a liquidação

⁷ Vide ponto 2.4

passará a ser física caso a *electing party* assim o pretenda. Porém, a existência da cláusula de *settlement method election* apresenta uma diferença significativa no que toca o plano da exigibilidade das ações subjacentes à opção financeira. Caso o *writer* se recuse a vender as ações solicitadas pelo beneficiário da *cash-settled equity option*, este não poderá recorrer a quaisquer meios legais que tutelem o seu pedido, uma vez que nesta situação o beneficiário goza de uma mera expectativa de facto sobre a prestação de entrega das ações pretendidas. O mesmo já não se pode dizer se existir uma cláusula de *settlement method election*, onde existe uma verdadeira expectativa jurídica fundada na existência da cláusula contratual.

2.6 Modalidades

As opções são um tipo de derivado *extremamente elástico* (Antunes J. A., 2008), podendo revestir uma enorme variedade de modalidades. As modalidades resumem-se aos vários subtipos de opções financeiras existentes. Uma modalidade mais não é que uma estratégia de base utilizada para fazer face às diversas exigências de utilização das opções financeiras.

As modalidades podem subdividir-se segundo diferentes critérios e classificações. Seja na sua principal divisão, entre opções de compra ou *call options*, e opções de venda ou *put options*; seja entre as que envolvam a possibilidade de exercício dos direitos implícitos relativamente ao tempo; as ligadas à complexidade e estruturação do produto; ou as classificações ditadas pela determinação do *payoff* da opção. É graças a esta diversidade classificativa que é comum surgirem designações como *american options*, *binary options*, *asian options*, *barrier options*, estas são fruto de uma necessidade de criação de novas modalidades de opções que colmatem a procura do mercado por estratégias que satisfaçam os novos e elaborados interesses dos compradores. As modalidades poderão agrupar-se de acordo com a seguinte organização:

a) Quanto à possibilidade de exercício dos direitos implícitos num contrato de opções no tempo

a. *American options*, opções do tipo americano ou opções americanas

Nas opções americanas ou do tipo americano, o exercício do direito da opção pode ser executado em qualquer momento até à data de vencimento (Ferreira, Opções Financeiras, Gestão de Risco, Especulação e Arbitragem, 2009). As opções americanas, sejam elas de compra ou de venda, apresentam por isso uma vantagem substancial para o seu titular, ao

serem plenamente exercíveis durante toda a vida da opção. Do lado passivo da relação jurídica inerente à opção americana está o *writer*, que se encontra numa total posição de sujeição face ao titular da opção financeira.

b. *European options*, opções do tipo europeu ou opções europeias

Nas opções europeias ou do tipo europeu, o exercício do direito da opção só pode acontecer no vencimento, ou seja, ao contrário das opções americanas, o direito de exercício está aqui limitado à maturidade.

b) Quanto à existência de barreiras

a. *Plain vanilla options* ou opções padrão

Às opções financeiras que atribuam ao seu titular o direito de comprar ou vender o ativo subjacente sem criarem barreiras contratuais, ou seja, sem sujeitarem a eficácia ou a resolução do negócio a um evento causal futuro e incerto, chamamos de opções padrão ou *plain vanilla options*. Em suma, as opções padrão caracterizam-se pela inexistência das chamadas condições barreira.

b. *Barrier options* ou opções barreira

Uma *barrier option* ou opção barreira, é uma opção à qual é aposta uma barreira representativa de uma fasquia ou valor, que sujeite a opção a uma condição causal, futura e incerta, de cariz suspensivo ou resolutivo,

I. Os tipos de opções barreira mais comuns são as opções *knock-out* e *knock-in*. Aposta uma barreira *knock-out* a uma opção financeira, opera uma subordinação do negócio a um acontecimento futuro e incerto, traduzido na possibilidade de o preço do ativo subjacente transpor o preço determinado para a barreira *knock-out*, resolvendo o contrato de opção financeira – trata-se de uma condição resolutiva. Contudo, nem sempre uma barreira *knock-out* opera como uma condição “totalmente” resolutiva - a ocorrência do *knock-out event* pode servir de *trigger* a um *bónus* e nestes termos a condição resolutiva poderá operar como uma condição suspensiva, resolvendo-se o contrato no momento imediatamente posterior à entrega do *bónus*.

II. A dinâmica das opções *knock-out* está contraposta às opções *knock-in*. Uma *knock-in barrier*, representativa de uma fasquia, não extingue a opção financeira, ao invés, determina o

momento a partir da qual a opção financeira produz efeitos, tratando-se de uma verdadeira condição suspensiva.

III. As barreiras *knock-out* e *knock-in*, são condições cuja verificação pode estar limitada temporalmente. Destarte, as barreiras *knock-out* e *knock-in* podem estar ativas durante toda a vida da opção, ditas barreiras americanas (*american barriers*), apenas na maturidade da opção, apelidadas de barreiras europeias (*european barriers*), ou em certas e determinadas datas, denominadas barreiras bermudas (*bermudan barriers*).

IV. O prazo das barreiras é distinto do prazo da opção propriamente dita, são dois conceitos independentes que se articulam conforme a vontade dos contraentes. O prazo da opção financeira *latu sensu* define o momento no tempo no qual é concedido ao titular o exercício da opção, ao invés, o prazo apostado às barreiras define o momento temporal no qual é verificada a ocorrência da barreira.

c) Quanto à determinação do *payoff*

a. *Asian options* ou opções asiáticas

As opções asiáticas ou, na terminologia inglesa *asian (average) options*, são opções originárias dos mercados asiáticos. A particularidade destas opções reside na forma como são liquidadas e no método matemático utilizado para computar o *payoff* na maturidade. A liquidação é sempre financeira e o *payoff* assenta no cálculo do preço médio do ativo subjacente durante um determinado período de tempo.

b. *Binary options* ou opções binárias

Uma opção binária, opção digital ou *binary option* é uma opção liquidada financeiramente que se caracteriza pela dualidade do seu *payoff*. O *payoff* estrutura-se num mecanismo base de “tudo ou nada” e não num contínuo de resultados calculado com base na diferença positiva ou negativa existente entre o preço de exercício e um preço de referência do ativo de base.

I. As opções binárias destacam-se pela sua estruturação peculiar assente em condições suspensivas e resolutivas próprias da sua designação. Em suma, possuem barreiras adaptadas à sua natureza jurídica e ao seu funcionalismo de liquidação particular.

II. Também é de notar que as opções binárias não são exercíveis. A opção binária não atribui a “opção” ao seu titular de exercer ou não a opção adquirida. A liquidação “tudo-ou-nada” ocorre segundo as condições descritas para a barreira incorporada. Se a execução é desencadeada quando a barreira é atingida, trata-se de uma *one-touch binary*, caso contrário, se para a opção ser executada a barreira não deve ser atingida, trata-se de uma *no-touch binary*. Uma vez que a barreira define o exercício “automático” da opção binária, não terá relevância assumir se se trata de uma *call option* ou *put option* e, conseqüentemente, das noções adjacentes a esta configuração: estaremos *in-the-money* ou *out-of-the-money* conforme estejamos *true* ou *false*. Estaremos *true*, numa *one-touch binary*, se o preço de referência do ativo base estiver “acima” ou “abaixo” da barreira *one-touch binary*, conforme definido no contrato de opção respetivo – são verdadeiras condições causais incertas. Assim, em virtude de não existir exercício, não existir uma noção prática de *call* ou *put option*, também não existe *strike price*. A inexistência de um preço de exercício faz com que a liquidação ocorra em montantes fixos previamente definidos no contrato de opção financeira. O titular da opção recebe o montante total previamente definido, ou montante algum, emergindo daqui o sentido binário da opção, ou 1 ou 0.

2.7 Estratégias

É comum na prática financeira, denominar por estratégias não apenas as modalidades encaradas isoladamente como também aquelas que podem ser implementadas pela conjugação de uma, ou várias modalidades, conhecidas por estruturas ou opções estruturadas.

I. Caracterizam-se por um pronunciado risco, pela originalidade e complexidade das construções jurídico-financeiras que lhes estão subjacentes, e claro, por uma certa dificuldade no seu estudo analítico. Destacam-se as *calls* e *puts* protetoras e cobertas, as *spreads*, *butterflies*, *condors*, *calendar spreads*, *straddles*, *strangles*, *strips*, *straps* ou *cylinders* (Ferreira, Opções Financeiras, Gestão de Risco, Especulação e Arbitragem, 2009), todas elas diferentes, capazes de articular *knock-in* e *knock-outs*, prazos e *payoffs* numa estrutura própria para cada estratégia.

II. Relativamente à natureza jurídica das várias estratégias mencionadas, é comum legalmente se tratarem de *produtos financeiros complexos*. Se atendermos ao disposto no art. 2.º do Decreto-Lei nº211-A/2008, de 3 de novembro, podemos identificar algumas notas estruturantes da

figura. Os produtos financeiros complexos (i) *assumem a forma jurídica de um instrumento financeiro já existente; (ii) apresentam, contudo, características estruturais distintas desse produto financeiro clássico; e (iii) encontram-se associados a outros financeiros, de cuja evolução dependem.* (Gonçalves). É exatamente pelo facto de os produtos financeiros complexos gozarem de *características estruturais distintas* do produto financeiro pré-existente (que no caso do nosso objeto de estudo são as opções) que a doutrina costuma delinear a *atipicidade estrutural* destes produtos como elemento nuclear da sua caracterização.

III. É desta forma dedutível, que estratégias desta ordem podem seguir outras finalidades que não estão estritamente ligadas ao seu perfil especulativo ou diversificador. Pense-se no exemplo de um investidor que se torne o titular de uma estratégia especulativa para a compra de ações. A finalidade primária é de facto puramente financeira, porém, o facto de a estratégia de compra incidir sobre ações levanta um conjunto de questões inerentes aos direitos e obrigações que a compra de ações implica, questões cuja resposta é ainda mais difícil de ver respondida quando comparada à situação na qual a compra fosse feita mediante uma *plain vanilla option*. A compra mediante uma estratégia de opções de compra não só nos obriga à análise atenta das características de uma compra de ações nos moldes de uma opção padrão – diferimento temporal da execução do contrato, possível *decoupling* – como em acréscimo, acrescenta outros fatores a analisar – a estrutura do produto financeiro complexo, características do produto financeiro com o qual se encontra estruturado (uma outra opção padrão ou uma opção com diferentes características, tal como outro derivado financeiro), prazos, entre outros – e facilmente se depreende que analisar o espectro de ação de uma estratégia de opções é uma tarefa ainda mais árdua e exigente que o mero estudo das finalidades das opções nas suas modalidades mais simples.

Capítulo 2: Imputação de direitos de voto

A proteção dos investidores tem vindo a merecer uma atenção cada vez mais premente no que à regulação do mercado de capitais diz respeito. A informação, enquanto pressuposto necessário de uma decisão de investimento consciente, é pedra-angular da problemática relativa ao princípio da transparência, tão querido às regulações europeias e nacionais do pós- crise financeira de 2007. A prestação de informação ao mercado abrange um conjunto amplo de deveres de divulgação e comunicação, principalmente no que à detenção de participações qualificadas diz respeito. A prestação de informação sobre participações qualificadas resume-se, portanto, *a virtude de revelar o poder de cada participante dispõe, permitindo a todos os investidores (acionistas e não acionistas) acompanhar os seus movimentos. Neste contexto, tanto são objeto de divulgação as aquisições e reforços de participação, como as perdas relevantes de participação* (Resende, 2010). A importância das participações qualificadas desde logo mereceu a atenção do legislador, à semelhança do que já sucedia com o Código do Mercado de Valores Mobiliários (CodMVM), também o novo Código dos Valores Mobiliários (CVM) consagra deveres de comunicação quando se atinjam ou ultrapassem certas percentagens dos votos inerentes ao capital social de uma sociedade com o capital aberto ao investimento público (abreviadamente sociedade aberta), ou quando se desça abaixo de algum de tais patamares. *E era, aliás, obrigatório que assim fosse visto que se trata de matéria objeto de uma diretiva comunitária, concretamente da Diretiva 88/627/EEC, de 12 de dezembro, “relativa às informações a publicar por ocasião da aquisição ou alienação de uma participação numa sociedade cotada na bolsa”, e que é vulgarmente conhecida por diretiva da transparência* (Castro O. d.). A proteção dos investidores não se processa apenas através da divulgação da informação acerca da titularidade de participações qualificadas. Antes, ela efetiva-se também através da garantia do direito de saída do investidor quando se verifica a aquisição de uma participação qualificada de controlo da sociedade, o que a lei presume ocorrer perante a participação qualificada representativa de mais de um terço dos direitos de voto correspondentes ao capital social (Resende, 2010), ponto último no qual, junto com os deveres de comunicação de participações qualificadas, surge conjuntamente o dever de lançar opa. Se até então, a proteção do interesse dos demais acionistas e titulares de valores mobiliários representativos ou potencialmente representativos de capital (maioritariamente

ações ordinárias) podia ser alcançada mediante a prestação de informação, quando ocorre a *mudança de controlo* (Santos, 2011) justifica-se uma proteção reforçada.

No cômputo das participações qualificadas acima descritas, a lei atende a diversos critérios de imputação de direitos de voto, i.e., regras que *permitem contabilizar numa mesma participação social direitos de voto da titularidade de mais do que uma pessoa* (Resende, 2010). Com o recurso à *técnica da imputação de direitos de voto, dá-se conhecimento, tão perfeito quanto possível, da identidade e das ligações entre os participantes da sociedade. Evita-se, assim, que com recurso a expedientes não detetados pela titularidade, os deveres legais sejam contornados* (Santos, 2011). Os critérios de imputação de direitos de voto estão hoje consagrados no artigo 20.º, nº1, do CVM. A análise destes critérios de imputação de direitos de voto reveste um interesse teórico com importantíssimas repercussões práticas. Ele postula o conhecimento, por um lado, do problema de informação e da transparência da detenção de participações qualificadas do mercado de capitais e, por outro, do instituto da opa obrigatória.

1. Imputação de direitos de voto: funcionalidades e dificuldades

A imputação de direitos de voto nos termos do art. 20.º do CVM é um tema gerador de grande controvérsia doutrinal. Sucede que a titularidade de participações sociais não levanta, em princípio, quaisquer dificuldades em sede de imputação de direitos de voto, uma vez que, o direito de voto integra a esfera jurídica do titular da participação social. A questão não se coloca nos mesmos termos, no entanto, para as situações que materialmente traduzem uma realidade distinta daquela que é formalmente apresentada. O facto de o direito de voto não ser totalmente indissociável da ação permite que a titularidade das ações possa assistir a uma pessoa, mas o inerente direito de voto ser exercido ou influenciado por outra, que, inclusive, pode não ser acionista (Santos, 2011). A imputação de direitos de voto permite, deste modo, identificar as situações relevantes que denunciem a influência que uma pessoa (à qual os direitos de voto são imputados) pode ter sobre o exercício dos direitos de voto inerentes às ações detidas por outra pessoa. Neste quadro, o legislador nacional não descurou a dificuldade inerente ao cômputo das participações qualificadas, e tratou de equiparar aos votos inerentes às ações de que o participante tenha a titularidade ou o usufruto, os votos inerentes às ações detidas por certas outras entidades ou pessoas que com o participante

apresentem determinadas conexões (Castro O. d.). Estas normas constam dos arts. 20.º e 21.º do CVM.

1.1 A funcionalidade plural da imputação de direitos de voto

A proteção dos investidores e a eficiência do mercado são dois dos princípios norteadores do direito mobiliário que encontram uma enorme expressão no regime da imputação de direitos de voto. O facto de a imputação recorrer a instrumentos que permitam descortinar situações que materialmente traduzem uma realidade distinta daquela que é formalmente apresentada admite que, na expressão de Paula Costa e Silva, o mecanismo de imputação de direitos de voto siga uma *dupla funcionalidade*⁸ (Silva P. C., 2007), consideram-se duas as áreas de intervenção: a primeira, relativa à constituição do dever de comunicação de participações qualificadas, prevista no art. 16.º do CVM; e uma segunda, relativa ao dever de lançamento de opa, regulado nos arts. 187.º do CVM. A opção legislativa de consagração no CVM de um único critério de imputação para ambos os sistemas é uma técnica eficiente que, contudo, tem vindo a ser alvo de uma discussão acesa na doutrina nacional. Os autores que criticam a opção legislativa, sustentam que a base subjacente aos deveres previstos nos arts. 16.º e 187.º do CVM não é coincidente (Castro A. R., 2016) e que a sua conciliação sobre a mesma teia normativa é irrealizável. A própria CMVM veio responder a esta posição, afirmando a sua concordância relativamente à distinção entre as finalidades de ambos os regimes, salientando, todavia, a semelhança do pressuposto base, *isto é, ambas assentam na imputação a um participante de todos os votos que sejam suscetíveis da sua influência* (CMVM). O fulcro está propriamente neste último aspeto. Em ambos os casos existe suscetibilidade de existir uma influência que justifique a imputação, o que não significa, de alguma forma, que não possam existir diferenças interpretativas na aplicação dos critérios conforme as finalidades visadas pela imputação. Não poderia deixar de assim o ser. Os objetivos prosseguidos por cada um dos institutos, e os diferentes fatores que estão em jogo, prescindem de uma diferenciação normativa e de uma *contextualização normativa* (Neves) que se justifica aquando da aplicação do

⁸ João Soares da Silva, defende que deverá antes falar-se de uma *tripla funcionalidade* (Silva J. S., 2007) uma vez que após se verificarem as duas funcionalidades descritas, surge num terceiro momento uma *zona autónoma de incidência da teia normativa do art.20.º, que justifica que se deva falar de uma terceira funcionalidade de tais regras.*

art. 20.º às diferentes situações. A doutrina maioritária tem recentemente apoiado a perspectiva apresentada pela CMVM e *parte do pressuposto fundamental de que a norma de imputação é uma norma de natureza transitiva, cujo sentido só se deixa captar em razão das especificidades do caso concreto*. Com esse argumento, salienta a necessidade de o intérprete averiguar, caso a caso, se a consequência prática da aplicação daquele preceito à situação em apreço pressupõe a verificação de requisitos adicionais à imputação para além daqueles que são relevantes no âmbito dos deveres de transparência (Bapitsta, 2016).

III. O “aproveitamento” de um só corpo normativo, ainda que com alguma adaptação, para finalidades diversas daquelas que o originaram, *à mingua de uma efetiva identidade de razões que justifiquem a analogia, leva a que, por um lado, em certos aspetos, se possa pensar que se está a ir longe demais ao aplicar à determinação do dever de lançamento oferta pública de aquisição normas que cobram pleno sentido apenas no quadro dos deveres de informação e, que por outro lado, que se possa olhar para estas normas como insuficientes para uma correta disciplina do dever de lançamento de oferta pública* (Silva J. S., 2007). Foi propriamente em virtude da tensão criada pelas divergências existentes entre ambos os institutos que foi introduzida no direito nacional a nova *cláusula geral de atuação em concertação* (Bapitsta, 2016), constante da alínea h) do art. 20.º, introduzida pelo Decreto-Lei 219/2006, de 6 de Novembro, aplicável apenas a *acordos vinculantes*, e assistida, de uma *presunção ilidível* quanto a *acordos sobre a transmissibilidade de ações*, onde as *equity options* certamente se incluem.

IV. É na direção da diferenciação interpretativa exigida pelo funcionalismo dual (ou plural) da imputação de direitos de voto, e pelo carreiro da *cláusula geral de atuação em concertação* enquanto fundamento último de todas as situações de imputação, que está o caminho que o intérprete deverá percorrer para, nas palavras de Osório de Castro (Castro O. d.), *desbravar de um terreno que, não é nada isento de escolhos*. Vejamos em detalhe como é que este trilho interpretativo deve ser percorrido.

1.2 A interpretação do art. 20.º CVM

Socorrendo à exímia organização proposta por Hugo Moredo Santos (Santos, 2011) para o estudo dogmático dedicado à interpretação do art.20.º, devem recorrer a uma visão dual do artigo 20º, dividindo a tarefa interpretativa nas denominadas *perspetivas estática e dinâmica*.

I. A *perspetiva estática*, que nos interessa para efeitos desta dissertação, passa pelo estudo dos *elementos positivos*, que afirmam certas situações como configurando (e aproximando) uma imputação dos direitos de voto. Entre estes elementos inserem-se o *núcleo subjetivo de participação*, o *núcleo subjetivo de imputação*, e o *feixe relacional* que consiste na ligação entre ambos os núcleos, constituindo o elo no qual assenta a imputação. Contudo, a reunião entre o *núcleo subjetivo de participação* e o *núcleo subjetivo de imputação* através do *feixe relacional* pode não se mostrar suficiente para que haja imputação. Nestes casos, para além da verificação de *elementos positivos* é preciso apurar a inexistência de *elementos negativos* de imputação, ou seja, de circunstâncias capazes de deslocar para o campo irrelevância uma potencial situação de imputação de direitos de voto.

1.2.1 Núcleo subjetivo de participação e núcleo objetivo de participação

Interpretar o art. 20º deixa transparecer uma dificuldade na escolha da terminologia a adotar para se referir àquele a que são imputados os direitos de voto e àquele que dispõe dos direitos de voto objeto de imputação (Santos, 2011). Tal complicação não choca. Note-se que as próprias situações de imputação indireta conluem nesse mesmo sentido. No fundo, o próprio fenómeno só ocorre pela separação existente entre o titular jurídico-formal e titular fático de determinados direitos de voto inerentes a uma participação acionista, separação esta que, como sabemos, pode surgir mediante diversas modalidades jurídicas atribuidoras de posições jurídicas ativas e passivas com diferentes denominações. Atendendo a estas diferenças, o(s) sujeito(s) são tratados pela lei de acordo com a sua polivalência.

I. É nesta sequência de ideias, que aquele a que são imputados os direitos de voto é predominantemente tratado por “participante”. Àquele que dispõe dos direitos de voto objeto da imputação, a lei refere-se de várias formas, entre os quais “terceiros” (al. a)), “titulares de direitos de voto” (als. c) e g)), “respetivos titulares” (al. e)) ou “pessoas” (al. h)) (Santos, 2011).

II. No contexto das *equity options* a relação entre o titular das ações e o exercício dos direitos de voto comporta uma realidade particular. Sucede que, numa situação positiva de imputação, é o titular dos direitos de voto quem os exerce, sob a influência do participante, aos quais os

ditos direitos de voto são imputados. Verifica-se uma identidade entre o titular das ações e o titular dos direitos de voto, não obstante o beneficiário da opção financeira influenciar o seu exercício. Denote-se que esta não é uma realidade exclusiva às *equity options*, o que distingue as opções de compra dos restantes derivados financeiros é a capacidade destas criarem um conjunto diversificado de modalidades potencialmente modificadores do feixe relacional.

1.2.2 Feixe relacional

O feixe relacional é a base de ligação entre o participante e o titular dos direitos de voto (Santos, 2011). A forma mais básica desta ligação reside na indicação de situações que determinam a imputação de direitos de voto.

I. As *equity options* quanto à classificação dos seus feixes relacionais, estão definidas seja quanto ao meio – um acordo de adquirir – seja quanto à finalidade do contrato de opção – a aquisição de ações. As *equity options*, enquanto “acordos de adquirir”, recaem no âmbito de aplicação das alíneas e) e i) do n.º 1, do art. 20.º, conforme a liquidação seja física ou financeira, respetivamente.

1.2.3 Intensidade da influência

Nem todas as situações de imputação traduzem o mesmo grau de influência por parte do participante sobre o titular dos direitos de voto. O feixe relacional, enquanto *conditio sine qua non* da imputação, sofre desvios bidirecionais que podem apontar seja para o polo de uma *imputação efetiva*, seja para o polo oposto da inexistência de uma situação de imputação. A *robustez da imputação* (Santos, 2011) varia em proporção direta à *intensidade da imputação*, sendo que, quanto mais robusta é a imputação melhor se cumprem os objetivos do mecanismo da imputação de direitos de voto, dando-se o conhecimento *tão perfeito quanto possível, da identidade e das ligações entre os participantes da sociedade*.

I. Os níveis de *intensidade da influência* podem ser agrupados através da avaliação da contribuição do *participante* no exercício (ou ausência de exercício) de direitos de voto, ou seja, pelo controlo que este exerce sobre a forma que esses direitos de voto são exercidos. Os níveis são três: *nível máximo* (ou *discrecionabilidade*), que se atinge se for o próprio participante a exercer os direitos de voto que lhe são imputados; *nível médio* (ou *influência efetiva*), se existir uma influência atual no exercício dos direitos de voto; e *nível fraco* (ou *influência potencial ou*

futura), caso, futuramente, possa vir a haver influência sobre o exercício dos direitos de voto (Santos, 2011). A *intensidade da influência* é um claro elemento que poderá conduzir o intérprete do art. 20º, especificamente no que às *equity options* diz respeito, para uma resposta positiva ou negativa de imputação. É um verdadeiro alicerce interpretativo que deve ser utilizado conjuntamente com o conhecimento que temos sobre o meio que sirva como *feixe relacional*, para auferir a existência (ou a inexistência) de uma situação de imputação. A associação entre os três níveis de intensidade, por um lado, e os deveres de comunicar participações qualificadas e lançar opa obrigatória, por outro é evidente (Santos, 2011). Os casos que registam intensidade máxima certamente revelam nos dois contextos, já as situações que evidenciam intensidade média ou fraca, levantam maiores dúvidas. Pense-se numa situação cuja imputação seja pouco robusta, de nível fraco, cuja *influência* seja *potencial e futura*, sustentada, por exemplo, por uma mera possibilidade de um participante vir a adquirir num futuro certas ações mediante uma *call equity option* e de, em consequência, vir poder a influenciar o exercício dos direitos de voto respetivos. Se apontarmos num sentido positivo de imputação, permitimos que seja antecipadamente revelada informação sobre um cenário de aquisição que se concretizará (eventualmente) no futuro. Deste modo, os investidores são alertados antecipadamente para factos que desconhecem e que podem contribuir de forma decisiva para o seu processo de decisão (Santos, 2011), pois acreditam que a influência que hoje é *potencial* se torne, num futuro incerto, *efetiva*. Mas será que podem revelar para efeitos de constituição do dever de lançar opa obrigatória, sendo que o participante não pode, no presente, influenciar *efetivamente* o exercício dos direitos de voto, terá ele *domínio sobre a sociedade visada*? Justificar-se-á antecipar a imputação caso a robustez da imputação seja fraca? O tema será retomado no Capítulo 3, particularmente no ponto 3.3, aquando da análise de uma situação de imputação onde todas as dúvidas levantadas ressurgem e se multiplicam – a imputação com fundamento em *equity options*.

1.2.4 Atuação em concertação

O conceito de atuação concertada ou atuação em concertação apresenta-se no panorama jurídico português como um tema fraturante. Por um lado, trata-se de uma noção dogmática e transversal à legislação nacional e estrangeira que acompanha a imputação de direitos de

voto no mercado de capitais há vários anos, por outro, existe uma forte indefinição do seu significado e até da sua aplicabilidade e utilização face ao mecanismo do art.20.º do CVM.

A al. h) do n.º1 do art. 20º CVM é apontado pela generalidade da doutrina portuguesa como o único repositório da noção legal de atuação concertada. Contudo, verdadeiramente, o nosso legislador não define atuação concertada ao contrário do que sucedia no CódMVM, nem procede à enunciação de quaisquer critérios ou situações, que fazem subsumir a sua existência como sucede com alguns ordenamentos estrangeiros⁹ (Bapitsta, 2016). Tudo aponta que esta seja uma opção deliberada do legislador que, talvez por temer da incerteza jurídica, talvez por reconhecer a necessidade de alguma *plasticidade normativa* (Castro C. O.), preferiu reconduzir a noção de atuação concertada para todas as *situações reais de concertação* e permitir que a atuação concertada não possa ser reduzida a uma definição demasiado precisa, sob pena de ser tornar facilmente contornável.

Certo é que as dúvidas quanto à definição do conceito dão lugar a certezas no que toca à sua finalidade. Na enumeração dos votos que devem ser imputados ao participante são considerados, sem mais esclarecimentos, aqueles que são detidos por pessoas que com ele tenham celebrado algum acordo que vise adquirir ou frustrar a alteração de domínio ou que, de outro modo, constitua um *instrumento de exercício concertado de influência sobre a sociedade participada* (art. 20.º, n.º1, al. h)) e apenas se presume serem instrumento de exercício concertado de influência, salvo prova em contrário, os acordos relativos à transmissibilidade das ações representativas de capital da sociedade visada (n.º4 e 5, do art.20.º).

I. Põe-se agora a questão de saber qual a razão que leva que *a atuação em concertação* seja considerada uma pedra-basilar para a interpretação do art. 20.º CVM. Sucede que a doutrina oscila entre duas perspetivas bastante distintas no que toca o espectro de ação da al. h), n.º1, do art.20.º. Na visão de uma parte da doutrina, onde se inclui Hugo Moredo Santos (Santos, 2011), a atuação em concertação apresenta-se no mecanismo de imputação de direitos de voto como um *feixe relacional autónomo*, que se estabelece através de acordo, tal como sucede na al. e), n.º1, do art.20.º. Numa outra perspetiva, defendida recentemente por Daniela Farto

⁹ Vide Capítulo 4

Baptista (Bapitsta, 2016), a atuação concertada constante da al. h) corresponde a uma *cláusula geral* que tem que ser complementada com as presunções contidas nas demais alíneas do art.20.º, ainda que estas não tenham de resultar diretamente da sua previsão, indo até mais longe, considerando mesmo que cada um dos vários critérios de imputação não possui um fundamento próprio e distinto dos demais, outrossim possui fundamento na própria concertação. Ambas as posições são suscetíveis de críticas e demarcam problemáticas muito específicas conducentes a conclusões diferentes quanto à afirmação de uma situação positiva de imputação. Enquanto a posição de Daniela Farto Baptista trata a atuação em concertação como um alicerce interpretativo ao art. 20.º, Hugo Moredo Santos trata-a como sendo mais uma entre as várias situações de imputação existentes nas demais alíneas.

II. As implicações destas divergências doutrinárias têm consequências muito práticas. Bastará refletir que ao considerar a atuação concertada como fundamento da alínea e), do n.º1, do art.20.º, como se de uma *cláusula geral* de imputação se tratasse, estamos a defender que em abstrato será possível desqualificar uma situação de imputação ilidindo a presunção criada pelo acordo relativo à transmissibilidade de ações do n.º4, mediante a possibilidade prevista no n.º5, do art. 20º, cenário impossível se o feixe relacional da alínea h) é autónomo ao que se encontra consagrado na alínea e), pois este último não prevê a existência de qualquer presunção. Quanto muito poder-se-á demonstrar a mera existência de uma *influência potencial ou futura*, mas nunca de uma verdadeira presunção a ser ilidida perante a CMVM como a que se encontra descrita no n.º4. Por mais, o art. 20.º, n.º4, aparenta ter uma *redação mais folgada do que a al. e)* (Santos, 2011), o que nos leva a pensar que os acordos que cabem na presunção do art. 20.º, n.º4, englobam os subsumíveis à al. e), embora o contrário já não seja verdade. Na visão de Hugo Moredo dos Santos, *os aspetos estruturantes do feixe relacional* (na alínea h) *não compreendem meio e finalidade* (poder resultante do acordo de aquisição), *como na al. e)*, *concentrando-se unicamente no resultado do acordo* (aquisição). *Por isso enquanto a al. e) pressupõe a existência de um meio a dispor do participante que lhe permita influenciar o exercício do direito de voto, a al. h), neste âmbito, prescinde de tal meio.*

III. Em suma, a posição defendida por Daniela Farto Baptista conduz a uma maior importância do poder resultante do acordo de aquisição, em deterioração da importância

assumida pelo meio que serve como base de ligação entre o participante e o titular dos direitos de voto. Se o meio é descartado para um segundo plano teremos, porém, consequências a vários níveis. Em primeiro lugar, uma possível primazia da finalidade sobre o meio poderá conduzir a um risco de ampliação excessiva *do fatisspecie* da concertação. Veja-se o exemplo de um acordo de aquisição de ações sujeito a uma condição suspensiva, no qual, o adquirente não tem a *possibilidade de adquirir* (entendido como *direito aquisitivo*) embora *tenha o poder* de adquirir as ações subjacentes. Quer isto dizer que só relevam situações em que o participante, por qualquer razão, inclusive razões completamente alheias à sua vontade, tenha o poder de adquirir independentemente das condições de aquisições inerentes ao meio? Este é um problema particularmente relevante no capítulo que se segue relativo à problemática da imputação dos direitos de voto nas *equity options*, onde a existência de condições que limitem *possibilidade de aquisição* do beneficiário são comuns e intrínsecas ao meio de imputação.

IV. Todavia, a hipótese avançada por Hugo Moredo Santos também conduz a algumas inconsistências. É que afirmar que a hipótese normativa da al. h) é autónoma das restantes pode suscitar problemas relativos à concorrência das várias alíneas, tal facto é aliás, prosseguido de uma verdadeira sobreposição presente no esquema de remissões existente entre a al. h), o n.º 4 e 5º e a al. e). Se, à primeira vista, parece existir uma aparente relevância do propósito do acordo de concertação – que serve de meio (autónomo) para que as partes de forma concertada exerçam influência sobre a sociedade – por outro, o n.º 4, salienta que todos os acordos relativos à transmissibilidade de ações se presumem ser instrumentos concertados de influência. Sendo evidente que nem todos esses acordos visam tal finalidade, *exigindo-se a análise casuística do seu conteúdo e das circunstâncias aplicáveis* – justifica-se por aqui a razão da presunção – sublinhando-se que, em acréscimo, a verificação da presunção pressupõe a prévia qualificação do acordo como sendo voltado à transmissibilidade de ações

pela própria CMVM¹⁰. Note-se também que a presunção *serve para aferir se determinado acordo relativo à transmissibilidade de ações cabe ou não no art.20.º, ou seja, se esse acordo é ou não um instrumento de exercício concertado de influência e, portanto, se dele resulta ou não uma situação de imputação, e não para averiguar como deve ser valorado no âmbito da comunicação de participações qualificadas ou de opa obrigatória*. Aliás, é precisamente neste último argumento que os vários fundamentos sobre a posição da al. h) mais diferem. Na argumentação de Hugo Moredo Santos, a al. h), na sua articulação com al. e) goza de dois cenários distintos: um primeiro, que diz respeito à imputação com fundamento na al. h) para *efeitos de comunicação de participações qualificadas*, no qual se existir um acordo de transmissibilidade de ações, este só revela se a presunção não for ilidida; outro é o cenário para *efeitos de opa obrigatória*, dado que a *transmissibilidade* aponta para a *futura transmissão de ações* (argumento literal), *não parece ser possível falar, no presente, sobre influência no exercício dos direitos de voto*, pelo que, independentemente de a concertação ocorrer, ou se presumir, mediante a existente de um acordo sobre a transmissibilidade de ações, que exista imputação com fundamento na al. h) nestes termos, esta não irá consubstanciar, no presente, uma situação de influência que possa preencher os requisitos de *domínio sobre a sociedade visada*, como é exigido pelo art. 187.º CVM

V. Como sempre, a “virtude está no meio” e a posição adotada nesta dissertação é um meio termo entre as posições acima apresentadas embora aponte preferencialmente, e cautelosamente, para a noção de atuação concertada e aplicabilidade da alínea h), nos termos expostos por Daniela Farto Baptista. É que estatuir que a atuação concertada é um fundamento autónomo, cuja única fonte de aplicação deriva da pressuposição normativa constante da al. h), parece-me de facto falacioso e lacunar. A atuação em concertação não é por si só uma fonte de imputação que possa ser encarada isoladamente. Dizer que a atuação em concertação se restringe à al. h) é o mesmo que dizer que as demais situações de

¹⁰ Sobre a qualificação do acordo como sendo votado à transmissibilidade de ações, veja-se o exemplo do caso entre o Banco Comercial Português e o Banco BPI, consultável em <http://www.cmvm.pt/pt/AreadoInvestidor/DocumentsEmArquivo/OPABCPBPI/Pages/20070201b.aspx>, na qual a CMVM deliberou não se considerar apto à transmissibilidade de ações o contrato de compra e venda sujeito a condição suspensiva.

imputação não traduzem comportamentos concertados e que os restantes feixes relacionais não são *instrumentos de concertação*. Não é claramente esta a visão que melhor persegue as finalidades queridas pelo legislador mobiliário com o mecanismo da imputação de direito de voto. Porém, as conclusões que retiro só preencherão o seu significado se a noção de atuação concertada e, derivadamente, de *instrumentos de concertação*, se encontrar prudentemente definida, não correspondendo a uma ampliação demasiado excessiva e demasiado onerosa aos participantes e à própria eficiência de mercado, nem demasiado restrita e penalizadora dos princípios de transparência visados pelo direito dos valores mobiliários.

VI. Dito isto, defendo que a atuação concertada é um fundamento de todas as alíneas do n.º1, do art. 20.º, se e só se, encarmos que *atuam em concertação todas as pessoas (singulares e coletivas) ou entidades que, por força de um acordo ou de qualquer outro instrumento de concertação, cooperam com o participante na aquisição do domínio da sociedade, na frustração da alteração desse domínio ou no exercício concertado de uma influência relevante sobre a sociedade participada* (Bapitsta, 2016), sublinhando (como veremos no capítulo 3, relativo à análise das *equity options* enquanto instrumentos de concertação), que a própria noção de concertação, não se prende com a concertação propriamente dita de comportamentos, de um poder presente e atual, ou por outras palavras, de uma influência dominante sobre a sociedade participada, mas sim numa *possibilidade* desse exercício ocorrer e no próprio facto dessa *possibilidade* existir.

Vejamos seguidamente qual é a natureza, a funcionalidade e o carácter das várias situações subsumíveis ao art.20.º, com especial enfoque nas que não consubstanciem uma situação de titularidade direta de ações, particularmente a situação da al. e), do n.º1, do art.20.º, para no final imergirmos na distinta problemática proposta por esta dissertação.

2. Situações de imputação: imputação direta e indireta

A titularidade de uma participação social não levanta em princípio qualquer dificuldade em sede de imputação de direitos de voto, uma vez que o direito de voto integra a esfera jurídica do titular da participação social. Nestas situações, apurar quem pode influenciar o exercício de direitos de voto passa por auferir quem é o titular jurídico-formal das ações cujos direitos de voto são inerentes, trata-se, portanto, da denominada *imputação direta* que nos termos expressos no proémio do art. 20.º, incide sobre os votos inerentes a ações de que o

participante seja proprietário ou usufrutuário. A questão não se coloca nos mesmos termos, no entanto, quando a participação social não surge no comércio jurídico na esfera jurídica do seu verdadeiro titular (Resende, 2010). A par dos casos de titularidade direta, surgem assim os fenómenos de *imputação indireta*, em que a situação do verdadeiro beneficiário económico é, para todos os efeitos, atuada por um terceiro, o *participante*, a quem serão imputados os direitos de voto. Este último, é o grupo formado pelos direitos de voto que devem ser imputados através das situações descritas nas diversas alíneas do n.º1, do art.20.º. É claro que daqui resulta que a soma dos votos imputáveis a todos os participantes excederá quase invariavelmente 100% dos votos inerentes ao capital social da sociedade em causa (Castro O. d.) *mas a lei arranca indiscutivelmente do pressuposto de que os mesmos votos podem ser imputados a uma pluralidade de pessoas*. Aliás, é isto mesmo que resulta da análise das demais alíneas do n.º1, do art. 20.º, como iremos ver na análise mais cuidada das alíneas e) e i), ambas respeitantes à imputação dos *votos que o participante possa adquirir* em virtude de acordo de aquisição celebrado com os respetivos titulares.

a. Imputação indireta e a aquisição em virtude de acordo

Detenhamo-nos agora nos acordos de aquisição a que se refere a al. e). Na alínea em apreço computam-se os votos *(i) que o participante possa adquirir em virtude de acordo celebrado com os respetivos titulares* ou *(ii) mediante instrumento financeiro*. Estamos perante acordos que, *mais do que a atribuição de poderes para decidir o sentido dos direitos de voto, têm por objeto a própria transmissão futura desses direitos* (Bapitsta, 2016), a razão da imputação funda-se pois, não numa *imediata influência ou controlo sobre o exercício dos direitos ao dispor do respetivo titular por parte do participante, mas antes na possibilidade que este assiste de no futuro* (uma vez que o momento da celebração do acordo de aquisição não coincide com o momento da produção dos efeitos translativos), *vir a adquirir certas ações e, em consequência, a poder influenciar o exercício dos direitos de voto às mesmas inerentes* (Santos, 2011). A redação descomprometida pelo qual o legislador optou levanta várias questões interpretativas relativas ao seu conteúdo. Desde logo, do lado ativo, pela referência à *possibilidade* de aquisição. Possibilidade esta que surge graças a um *acordo* ou a um *instrumento financeiro*, traduzido num negócio jurídico, mediante o qual o participante *pode* adquirir ações que se encontrem na esfera jurídica dos *respetivos titulares*, ou seja, do lado

passivo da relação jurídica. Tal significa que *antes da celebração do contrato, os direitos de voto inerentes às ações objeto do acordo são imputadas ao alienante com base na sua titularidade direta; depois da celebração do contrato e da (eventual) transmissão de ações, passam a integrar a participação do adquirente* (Resende, 2010).

I. Compreender quais são os *acordos de aquisição relevantes*, é a primeira premissa fundamental para uma situação de imputação se subjugar à hipótese legal da al. e). Considerando uma *total neutralidade quanto ao tipo de acordos que podem e dever ser tomados em consideração* (Silva P. C., 2007), teríamos um conjunto de instrumentos a ser tomados em consideração quase infinito, o que não faria sentido, uma vez que nem todos os negócios jurídicos relativos à transmissibilidade sobre ações são conhecidos, regulados e aptos para o efeito de imputação de direitos de voto sob esta premissa (Bapitsta, 2016). A doutrina tem vindo a reconhecer diferentes tipos de classificações e divisões quanto à definição dos acordos relevantes na matéria. Partindo da enumeração feita por Paula Costa e Silva (Silva P. C., 2007), enquadram-se na hipótese da al. e), o contrato-promessa, a venda a retro, as opções de compra (de liquidação física), os contratos sobre futuros (de liquidação física) e, na fronteira entre este e outros casos de imputação, os contratos de reporte e de mútuo e a alienação fiduciária. Já Hugo Moredo Santos propõe uma arrumação em cinco grupos, não definindo, qualquer tipo contratual em específico: (i) aqueles em que as partes acordaram que a aquisição das ações às quais são inerentes os direitos de voto vai acontecer no futuro, sendo apenas necessário para o efeito que cumpram as obrigações a que já se vincularam; (ii) aqueles em que a aquisição das ações às quais são inerentes os direitos de voto pode acontecer, se para tal concorrer a vontade potencial do alienante; (iii) aqueles em que a aquisição pode suceder, se para o efeito contribuir a vontade do potencial adquirente; (iv) aqueles em que a aquisição pode ter lugar, se as vontades do potencial adquirente e potencial alienante convergirem nesse sentido; (v) aqueles em que a aquisição pode acontecer caso ocorra em qualquer evento que não está na disponibilidade das partes.

II. Após verificarmos e identificarmos quais, em abstrato, são os *acordos* relevantes para efeitos da mencionada alínea, seja pela nomeação dos tipos vários tipos contratuais, seja pela arrumação de tipos indeterminados em grupos com diferentes características, é necessário

em concreto, auferir que estes mesmos *acordos* atribuam ao seu titular uma *possibilidade* de aquisição das respetivas ações. Trata-se agora de uma análise casuística dos vários acordos classificados em abstrato, trata-se de *saber se estamos perante acordos que, mais do que a atribuição de poderes de decidir sobre o sentido dos direitos de voto, têm por objeto a própria transmissão desses direitos* (Bapitsta, 2016), trata-se de identificar uma *possibilidade fáctica* de “*poder adquirir as ações*”, sendo *mais ou menos desejada, mais ou menos certa, mas que passou a existir* (Santos, 2011), em virtude daquele, e só daquele, feixe relacional relevante, daquele meio, daquele acordo apto à transmissibilidade das ações.

III. Na minha opinião, a expressão utilizada pelo legislador para se referir aos direitos de voto que o participante *possa adquirir* em virtude da existência do acordo, deve ser entendida como um verdadeiro *direito de aquisição*, razão pela qual a interpretação do conceito de *possibilidade de aquisição* deva ser feita de forma restritiva. À semelhança do que fazem alguns autores germânicos e nacionais, teremos que considerar que para efeitos de imputação da al. e) a aquisição deva depender exclusivamente da vontade do participante (Bapitsta, 2016), que *quer, por sua exclusiva iniciativa* adquirir os *direitos sobre as ações*, quer tornar-se até, acionista e detentor de uma *posição de socialidade*. Aliás, relembremos a noção de *robustez da imputação* cujo grau é dado, em termos interpretativos, pela *intensidade da influência*. Todas as situações que recaem no âmbito da al. e) partilham o mesmo nível de *intensidade de influência*, uma vez que independentemente da sua classificação, todos os acordos de aquisição produzem os seus efeitos translativos num momento diferido no tempo e também todos eles atribuem ao seu titular uma *possibilidade de exercício futura e potencial* sobre as ações objeto da transmissão, de *nível de intensidade fraco*. Parece-me existir neste contexto uma certa equivalência entre as noções de *possibilidade de exercício* e *possibilidade de aquisição*. Deste pressuposto podemos arrancar que se juridicamente a *possibilidade de aquisição* não expressa um direito de aquisição cuja eficácia depende exclusivamente da vontade do participante, ou seja, de uma *verdadeira expectativa jurídica* a favor do adquirente que se encontre legalmente protegida, o acordo não é idóneo para o que seu titular possa exercer hoje, qualquer influência potencial e futura sobre os direitos de voto das ações respetivas.

b. Acordo de aquisição enquanto instrumento de concertação

Todas as observações feitas relativamente à análise e decomposição da al. e), adquirem particular relevo quando se procede à delimitação (ou integração) das als. e) e h). As dúvidas surgem *porque a al. e) tem em mente situações em que o participante “possa adquirir em virtude de acordo celebrado com os respetivos titulares”, enquanto a al. h) presume serem instrumento de exercício concertado de influência “os acordos relativos à transmissibilidade de ações representativas de capital social da sociedade participada* (Santos, 2011). A subsunção a esta ou aquela alínea, está longe de ser uma matéria onde a doutrina conflua num mesmo sentido. Aliás, isso é facilmente compreensível se relembremos as próprias divergências sobre a aplicação e interpretação da al. h) no quadro das diversas situações de imputação. Pois bem, a lógica aqui é exatamente a mesma e será escusado repetir todos os seus pormenores. Esta dissertação segue a orientação defendida por Daniela Farto Baptista, com as devidas adaptações, sobre a atuação em concertação, e a própria alínea h) servir uma finalidade de cláusula geral para as várias situações de imputação previstas nas diversas alíneas do nº1, do art.20.º. A problemática que se deve esclarecer é, a meu ver, a de saber em primeiro lugar se é sequer possível subsumir uma situação de imputação exclusivamente à al. h), ou se pelo contrário, a al. h) só opere conjuntamente, solidariamente ou acessoriamente com as demais alíneas do nº1, e, na situação em apreço, com a própria al. e).

I. Partindo da perspectiva que a al. h) e al. e) são autónomas, estamos a defender que uma certa situação seja subsumível a uma alínea e não a outra. Uma vez que uma situação de imputação que recaia no âmbito da al. e) é sempre subsumível à al. h), embora o contrário, não seja necessariamente verdade. Como já vimos, e é ponto assente, a redação da al. h) é mais abrangente e aparenta incluir um número de situações de imputação maior que al. e). Nas palavras de Hugo Moredo Santos (Santos, 2011) *aquela (situação) que seja encaixada na al. e) não admite, em abstrato, a desqualificação como situação de imputação, ainda que, em concreto, se possa demonstrar que do feixe relacional, por qualquer razão, apenas se extrai influência potencial ou futura (intensidade fraca). Já com relação as situações que se insiram no âmbito da al. h) pode ser feita prova no sentido de não haver influência (entenda-se, qualquer influência) sobre a sociedade participada. Se tal prova for bem-sucedida, nem sequer haverá situação de imputação relevante para o efeito do art.20.º.* Pois bem,

esta mesma conclusão só poderá ser acolhida se assumirmos que a atuação em concertação não é também um fundamento para al. e), o que como vimos não será a interpretação mais correta por não expressar corretamente o espírito e a finalidade subjacente à imputação nos seus parâmetros funcionais.

II. Assim, se encararmos que a concertação está presente e serve de fundamento a todos os critérios de imputação previstos no n.º1, do art.20.º, correspondendo a uma cláusula geral de atuação concertada que deve ser *complementada com as presunções contidas nas demais alíneas* (Bapitsta, 2016), poderemos retirar conclusões a dois níveis. Uma, que é aquela defendida por Daniela Farto Baptista, na qual existe como que uma relação de generalidade e especialidade entre a al. h) e a al. e), ou seja, o âmbito de aplicação da al. h) é de facto mais abrangente, daí funcionar como uma cláusula geral, enquanto o âmbito de aplicação das demais alíneas será sempre mais restrito. Daqui resulta que todos os acordos de aquisição da al. e) *serão presumivelmente considerados instrumentos de concertação, nos termos do n.º4 do art. 20.º, por se tratar de acordos relativos à transmissibilidade das ações representativas do capital social da sociedade participada, mas o contrário já não é verdadeiro*, concluindo que, na presunção da al. e) *o legislador exige mais do que uma simples possibilidade de aquisição: exige que o participante tenha um poder/ direito e presume, de forma inilidível, que quando assim é, quando a aquisição depende exclusivamente da sua vontade, ele estará em condições de exercer a uma influência concertada, ainda que de cariz meramente fáctico, sobre a sociedade participada*. Não me parece que esta seja, no entanto, a solução mais adequada.

III. Embora a orientação ditada por Daniela Farto Baptista esteja a meu ver correta, considero que existe uma conclusão diferente a retirar da sua tese. Ao aceitar como verdadeira que a premissa que caracteriza a concertação está presente e serve de fundamento à al. e) enquanto cláusula geral de interpretação do n.º1, do art. 20.º, estamos a afirmar que o elemento definidor de atuação concertada, a vontade do participante *coordenar os comportamentos, máxime, os seus direitos de voto, tendo em vista o exercício de uma influência concertada sobre determinada sociedade aberta*, está presente, ou terá que estar presente para que exista imputação de direitos de voto, em todas as alíneas do n.º1 – pois constitui fundamento último de todas elas. As diversas alíneas do n.º1, apresentam-se como limites à *redação folgada* da al. h), daí que os acordos de concertação da al. h) devem ser reduzidos aos instrumentos de

concertação previstos nas restantes alíneas do nº1, nomeadamente da al. e), sendo esta a verdadeira relação de generalidade e especialidade que se estabelece entre esta alínea e aquelas. No fundo, nenhuma situação de imputação se subsume unicamente à al. h), o que não significa que esta não preencha qualquer utilidade, pelo contrário. Em primeiro lugar pela própria finalidade teleológica da al. h), uma vez que a atuação em concertação é um paradigma do mecanismo da imputação dos direitos de voto e o legislador quis consagra-lo expressamente. As demais alíneas do nº1 são meios que só consagram uma situação positiva de imputação se forem utilizados pelos participantes para coordenar os seus direitos de voto, ou seja, se concretamente sejam considerados *instrumentos de atuação concertada*, uma vez que até lá chegar são meras presunções ou ficções do fenómeno de concertação.

IV. A derradeira dúvida que resulta desta conclusão é a que está ligada à finalidade do nº4, do art. 20.º. Se a al. h) mais não é que um alicerce interpretativo para a subsunção de uma possível situação de imputação às demais alíneas do nº1, e claro, da própria al. e), qual é o sentido a dar à remissão feita entre o nº4 e a al. h), do nº1? Será que nesta perspetiva os *direitos de voto que o participante possa adquirir em virtude de acordo com o respetivo titular* diferem dos *acordos relativos à transmissibilidade de ações representativas de capital social da sociedade participada*? Não me parece de todo este o sentido que o legislador quis consagrar nesta disposição. Os acordos de aquisição mencionados no nº4 são exatamente os mesmos que aqueles que recaem no âmbito da al. e) (em termos de relevância para a imputação de direitos de voto), uma vez que o fundamento de qualquer um deles será sempre a atuação em concertação. Dizer que o legislador quis, na al. h), alargar o âmbito de acordos relevantes para efeitos de imputação é no mínimo contraditório se assumirmos que os acordos de aquisição nos parâmetros da alínea e) já preenchem todas as finalidades (e objetivos normativos) que o mecanismo de imputação visa atingir. Note-se que o próprio legislador considerou essa mesma hipótese no nº5, ao afirmar que *presunção referida no número anterior pode ser ilidida perante a CMVM, mediante prova que a relação estabelecida com o participante é independente da influência, efetiva ou potencial, sobre a sociedade visada*. Como não poderia deixar de ser. A possibilidade de ilidir a presunção deve-se justamente ao facto de a imputação se fundar na existência de uma influência efetiva ou potencial do participante sobre a sociedade visada, uma vez que só assim atuará *em concertação*.

Pergunto: não será este exatamente o mesmo critério que norteia a imputação de direitos de voto das outras alíneas do n.º1, do art. 20.º? Com certeza. A ressalva do legislador deve-se à robustez da imputação que recai sobre os acordos para aquisição futura de ações. O facto é que sobre estes acordos, a *intensidade da influência* do participante é, como vimos, *potencial e futura*, sendo necessário que exista um verdadeiro direito aquisitivo, uma vez que só assim se pode falar de uma *possibilidade* de o participante influenciar os direitos de voto do respetivo titular. Face a esta incerteza, o legislador pretendeu inserir alguma segurança jurídica no sistema de imputação, talvez por dar primazia aos princípios de transparência e informação dos investidores face aos princípios de eficiência de mercado, talvez pela utilização abusiva de acordos de transmissibilidade de ações como forma de contornar o mecanismo de imputação de direitos de voto, introduzindo uma espécie de *presunção agravada de concertação* aquando da celebração dos denominados negócios jurídicos que pode justamente ser afastada (recaindo o ónus de afastar a presunção sobre o participante) se os fundamentos de concertação e consequentemente de imputação, não se reúnem.

c. A natureza das alíneas do art. 20º: ficções legais, presunções absolutas ou presunções relativas?

Na sequência da discussão relativa à presunção criada pelo legislador mobiliário que recai sobre os *acordos relativos à transmissibilidade de ações*, surge uma outra questão, de cariz próximo, que consiste em conhecer qual será o expediente técnico-legislativo, *ficção legal, presunção absoluta ou presunção relativa*, aplicável às diferentes situações de imputação previstas nas demais alíneas do n.º1, do art.20.º.

I. Antes de partir para a discussão propriamente dita, é importante descolar de uma base comum. Relembremos por isso que na *ficção legal* existe uma “assimilação fictícia de realidades factuais diferentes”, isto é, assume-se que duas realidades distintas afinal são idênticas e delas pode ser extraída a mesma consequência. Já a *presunção absoluta*, ao retirar do facto conhecido o facto presumido, sem admitir que seja feita prova em contrário, encontra-se muito próxima da ficção legal. Por fim, a presunção relativa, estruturalmente semelhante à presunção absoluta, admite que se prove que do facto conhecido não se pode retirar o facto presumido. (Machado, 1983).

II. Esta é uma discussão que está longe de chegar a um consenso e que tem vindo a dividir os autores que se têm dedicado a esta matéria, seja na vigência do antigo CódMVM, seja com o atual CVM (Bapitsta, 2016). No que ao CVM diz respeito, é costume aceitar-se que o art.20.º, n.º1, cria uma série de ficções que impedem quer a ponderação casuística da existência de controlo efetivo dos direitos de voto a imputar, quer a demonstração positiva desse controlo, esta *rigidez do sistema* (Câmara, 2011), nas palavras de Paulo Câmara, manifesta-se igualmente *na circunstância de o resultado aplicativo ser incontornável mesmo que, em concreto, inexista a possibilidade de influência no exercício de direitos de voto*, embora afirme logo de seguida que, *tal não dispensa, em todo caso, a atividade interpretativa, segundo os cânones gerais, na ponderação da teleologia do art. 187.º CVM e dos interesses em jogo*. Seguindo a mesma orientação, embora com alguns contrastes, Paula Costa e Silva sustenta que o n.º1 enumera um *conjunto de verdadeiras ficções*, embora critique a opção do legislador, por considerar que o recurso à técnica da ficção, neste contexto, pode determinar que se veja submetido aos *efeitos do domínio aquele que não o detém* (Silva P. C., 2007). É costume explicar-se a opção do nosso legislador pela sua intenção *inconfessada* (Bapitsta, 2016) de impedir que, em torno da imputação, surgissem litígios cuja apreciação careceria de prova e de resolução por meio de decisão fundamentada. Será a técnica da *ficção legal* a mais apta à prossecução das finalidades do mecanismo de imputação de direitos de voto? Pois bem, a resposta não se afigura fácil. A finalidade plurifuncional e o conjunto de situações de imputação que servem de fundamentos à técnica de imputação de direitos de voto configura-se como sendo uma realidade demasiado heterogénea para a existência de uma só natureza para os diversos critérios de imputação previstos em cada uma das alíneas, e sobretudo para que se cumpram as duas funcionalidades primordiais da imputação.

III. A letra da lei transparece *um ideal de ponderação* (Santos, 2011), uma vez que devem ser consideradas várias situações que não se esgotam na titularidade e usufruto. É com base neste facto que Hugo Moredo Santos aponta no sentido de a natureza dos critérios de imputação terem uma natureza de *presunção relativa*. O ideal de *ponderação*, na opinião do autor, *ganha peso quando estão em causa situações subsumíveis ao art. 187º, n.º2 ou que suscitem imputação conflituantes*, uma vez que entender que o art.20.º *contém ficções legais ou presunções absolutas teria como consequência*,

pelo menos para efeito de opa obrigatória, imputar a alguém direitos de voto que essa pessoa não controla nem sequer pode influenciar. Aliás, o próprio art.187.º prevê na letra da lei a possibilidade de o participante provar *perante a CMVM não ter o domínio da sociedade visada nem estar em relação de grupo.* A argumentação de Hugo Moredo Santos é de facto sólida, principalmente se considerarmos a funcionalidade de imputação de direitos de voto para efeitos de lançamento de opa obrigatória.

IV. A tese apresentada por Daniela Farto Baptista (Baptista, 2016) difere da visão de Hugo Moredo Santos, embora reconheça que exista uma *ideia de ponderação* relativamente ao art.187.º, defende que não exista tal ideal para o cômputo de participações qualificadas. A autora considera que *para o cômputo de participações qualificadas, o nº1 do art.20.º consagra inequivocamente um conjunto de ficções que não admitem derrogação e que equiparam de forma irreversível os direitos de voto cujo sentido o participante pode influenciar, aos direitos de voto inerentes às ações cuja titularidade ou usufruto ele detém.*

V. Por outro lado, podíamos na minha opinião, considerar que o legislador inseriu na letra da lei uma ideia de *ponderação relativa* – a ponderação pode estar presente em cada uma das alíneas do nº1 e, conjuntamente, em cada uma das funcionalidades do art.20.º. A relatividade surge da natureza legal das varias situações de imputação poder depender das características intrínsecas a cada feixe relacional.

O primeiro indício do legislador no sentido de inserir um ideal de *ponderação* no que toca a matéria em causa foi dado com a criação da denominada *prova negativa de domínio* (Câmara, 2011) constante do art.180.º, nº2, CVM. Esta *constitui um expediente de afastamento do dever* (de lançamento de opa) *que vale para a fasquia do terço dos direitos de voto.* Trata-se, porquanto, de uma verdadeira *presunção ilidível* que é coerente *com a técnica empregue em geral no código dos valores mobiliários, quanto à delimitação do domínio* e que visa, o que Paulo Câmara denomina, uma *aproximação ao conceito material de domínio.* O afastamento da presunção, e consequentemente do dever de lançar opa, assenta na avaliação de um *critério fundamental, a existência de influência dominante.* Nota-se que de facto, o legislador reconhece a importância da avaliação da influência dominante e da *ponderação subjetiva* das circunstâncias que lhe dão origem. Nesta situação, ao contrário do que Paulo Câmara defende relativamente às situações de imputação

das alíneas do n.º1, do art.20.º, é necessária uma *interpretação casuística* dos elementos positivos que denunciem uma situação de influência, como o próprio autor refere, *um campo aplicativo importante para a prova negativa do domínio diz respeito aos contratos preliminares de aquisição – contratos de opção (“equity options”) (...) – na medida em que a sua celebração implicará a imputação de direitos de voto (...), o interessado deverá demonstrar não ter antecipado sua influência societária que apenas a aquisição consumará.* A questão que levanto está estritamente vinculada com o estatuído pelo autor, e deriva da própria ideia subjacente à prova negativa de domínio. Se de facto não existe influência dominante do participante, seja por não ter antecipado a influência societária neste período *preliminar de aquisição*, seja pela inexistência de um *instrumento de domínio* ou *instrumento de concertação* apto à finalidade, não tendo este que lançar opa sobre a sociedade visada, deverá o participante divulgar a participação qualificada num período anterior à existência de qualquer influência deste sobre os direitos de voto das ações respetivas, devem-lhe ser imputados os direitos de voto sob estas condições, como sucede aquando da celebração de um contrato de *equity option*? Em suma, não se deve fazer a mesma *ponderação* para o cômputo de participações qualificadas e sua divulgação, se a *ratio legis subjacente* tem como fundamento mor, a influência do participante sobre o exercício de direitos de voto? Depende. Talvez seja possível considerar que existe a possibilidade de a natureza jurídica das situações de imputação depender de cada uma das situações de imputação. Ou seja, que é possível concluir que a *ponderação* sobre a natureza das várias alíneas é intrínseca a cada umas das alíneas individualmente consideradas.

VI. O primeiro argumento a favor desta teoria será o da presunção consagrada no n.º4 para os *acordos relativos à transmissibilidade de ações*, ilidível pela prova que *a relação estabelecida com o participante é independente de influência, efetiva ou potencial, sobre a sociedade participada.* Mais uma vez o legislador nacional consagrou medidas cujo núcleo está centrado no ideal de ponderação e de influência do participante sobre a sociedade participada, aplicável agora aos *acordos relativos à transmissibilidade de ações* previstos na hipótese normativa da al. h), do art.20º. No n.º4 presume-se que todos os acordos descritos são instrumentos de exercício concertado de influência, ilidindo-se tal presunção quando não se reúnem as condições que definem a existência de concertação, quando se prova *que a relação estabelecida com o participante é*

independente de influência. Não será este mais um passo do legislador mobiliário em direção ao reconhecimento da importância de uma base casuística que permita medir a efetiva influência do participante (e claro, a existência de concertação através daquele instrumento), assente na relação entre um facto conhecido (a existência de um acordo sobre a transmissibilidade de ações) e um facto desconhecido (a existência de uma relação de influência entre o participante e a sociedade participada)?

VII. A questão final é respondida mediante um raciocínio sequencial. Em primeiro lugar, é necessário compreender a relação entre a influência, o exercício de direitos de voto e a própria *ratio* subjacente ao regime de imputação de direitos de voto. Depois disso, percebemos que existe um fundamento comum a todas as situações de imputação do art.20.º. É que a influência do participante comporta não só uma atuação do participante, no sentido de *querer* exercer os direitos de voto dos quais não é titular, como também necessita de um meio, do chamado *feixe relacional*, que dentro de determinados parâmetros de influência pode, ou não, ser *um instrumento de concertação*. A influência pode assumir diversos níveis ou pode em último caso nem sequer existir. Ora, o limite existente entre um nível fraco de influência e uma total inexistência de influência é por vezes ténue e é particularmente aqui, neste ponto exato, que o *ideal de ponderação* é essencial. Pois bem, os *acordos relativos à transmissibilidade de ações* são o exemplo paradigmático de uma situação de fronteira, situações onde *supor irrefutavelmente que o facto presumido* (o exercício de uma influência do participante sobre a sociedade participada) *acompanha sempre o facto que serve de base à imputação* (a celebração do dito acordo de transmissibilidade) está não só errado como é verdadeiramente irrealista. A prova que demonstra a impossibilidade de tal suposição está na própria subjetividade do facto presumido, no significado de *influência*, na própria avaliação e delinação normativa do seu conteúdo e, claro, na utilização de situações de dúvida influência como fundamento da existência de uma inegável influência. E o que dizer relativamente aos meios de imputação que traduzam um nível médio de influência, ou um nível forte de influência? Bem, depende. E é justamente por depender, pela existência da relatividade inerente às variáveis em jogo, que se justifica a necessidade de poder provar-se que *a relação do participante com a sociedade participada é independente de influência*, seja no que diz respeito às situações da al. h), seja nas

demais situações de imputação do n.º1, do art.20.º, sempre que assim se justifique – ou seja, sempre que o nível de influência proporcionado por este ou aquele feixe relacional não permitam retirar irrefutavelmente do facto presumido o facto conhecido.

VIII. A posição defendida nesta tese relativamente à natureza das várias alíneas do n.º1, do art.20.º, vai por isso ao encontro do aclamado *ideal de ponderação*. Não defendo a existência de uma só natureza comum às demais situações de imputação, defendo sim uma relação de proporcionalidade entre o *feixe relacional* e a *influência do participante* que poderá em determinadas situações de imputação levantar dúvidas quanto à efetiva existência de uma atuação concertada entre o participante e a respetiva sociedade. Deste modo, a natureza jurídica das alíneas do n.º1 depende diretamente da robustez da imputação. Uma imputação fraca, caracterizada por um feixe relacional relevante cuja influência é potencial e futura, como sucede por exemplo quando a aquisição de ações é feita mediante uma opção de compra, é tradutora de uma presunção relativa de imputação; pelo contrário, uma imputação forte cujo meio de imputação seja robusto como sucede aquando da existência de um acordo que conceda (com poderes de discricionariedade) o exercício de direitos de voto ao participante, terá geralmente a natureza de ficção legal.

d. *Equity options* enquanto acordos de aquisição

Nos acordos de aquisição *a imputação de direitos voto opera mediante a antecipação dos efeitos de determinado negócio jurídico transmissivo tendo como objeto as ações às quais aqueles direitos de voto são inerentes* (Santos, 2011), estamos perante acordos que *mais do que a atribuição de poderes para decidir o sentido dos direitos de voto, têm por objeto a própria transmissão desses direitos* (Bapitsta, 2016). Os contratos de *equity options* são, em abstrato, negócios aptos à transmissibilidade de ações - contudo na prática as aptidões esbatem-se.

Imputar os direitos de voto derivados de posições longas tomadas pelo participante através da celebração de contratos de *equity options* tem como efeito essencial *o fim do carácter tradicionalmente anónimo* (Bapitsta, 2016) de todos aqueles em relação aos quais se verifica algum dos fatores tipificados e suscetíveis de justificar a suspeita de que o sujeito pode *influenciar a sociedades visada*. É de facto imperativo proceder à imputação dos direitos de voto subjacentes a estas situações. Porém, o princípio norteador do mecanismo de imputação não dispõe

como sabemos de meios ilimitados que lhe permitam alcançar os seus fins. Tal significa que não só é necessário reconhecer estas situações de imputação como potencialmente tradutoras de uma *possibilidade de influência* sobre os direitos de voto, como é de facto categórico auferir se essa *possibilidade* existe numa dada situação em concreto. O mesmo vale por dizer que *só através de uma análise casuística é que seremos capazes de identificar se o participante (titular formal ou titular material) que, no caso em apreço, terá a propriedade económica e estará em condições de influenciar, de facto, o sentido dos votos que lhe são imputados* (Bapitsta, 2016). E não poderia deixar de assim o ser, afinal a função das normas de imputação é tão-somente a de *revelar ao mercado os diferentes interesses que assumem uma dimensão relevante no capital de uma sociedade aberta, de modo a que os investidores e o mercado tenham uma percepção clara das relações de controlo societário* (Martins).

I. O capítulo que se segue terá como objetivo esmiuçar o conjunto de oportunidades oferecidas pelas *equity options* capazes de identificar se o participante tem, em virtude das características intrínsecas aos diversos tipos contratuais de *equity options*, a possibilidade de influenciar, *de facto*, os votos que potencialmente lhe sejam imputados. Interrogar-me-ei se é possível demonstrar a existência de um nexo de adequação entre a estruturação do contrato de opção financeira e os elementos que nos aproximam ou afastam de uma situação positiva de imputação. Talvez as *incertezas* previamente anunciadas só carecem de um olhar mais atento.

Capítulo 3: A problemática da imputação de direitos de voto nas *equity options*

O paradigma societário evoluiu com a modernização dos mercados e a própria detenção de participações sociais (e consequente técnica de influência societária) transformou-se e rodeou-se de novos elementos de *incerteza*. Os fenómenos de imputação assentes nos chamados *acordos de aquisição* a que se refere a al. e) são um excelente exemplo desta modernização. Os instrumentos potencialmente relevantes para efeitos da al. e) são hoje vastíssimos e evoluíram. No passado cingiam-se aos contratos-promessa, às vendas a retro, aos contratos de reperto e de mútuo (Silva P. C., 2007), hoje, abarcam também outros negócios jurídicos transmissivos, tais como contratos sobre futuros, os *equity swaps* e, as nossas, *equity options*. A *modernização* societária transformou o exercício de domínio societário e imputar ao participante os direitos de voto cujo exercício se considerem ser por ele influenciável é hoje uma tarefa analítica muito mais especializada do que fora outrora.

I. O foco desta dissertação nas *equity options* enquanto exemplos paradigmáticos das novas técnicas de modernização de exercício de domínio societário no mercado de capitais e fundamento para a imputação de direitos de voto não foi uma escolha feita ao acaso. A importância das *equity options* neste domínio é clara, desde logo, pela possibilidade de serem negociadas seja em mercado organizado, seja em OTC (mercado de balcão, (Almeida, 2013)) que possibilita não só atender melhor à vontade das partes contratantes, como permitir também que um maior número de investidores, que é como quem diz potenciais participantes, tenham acesso a estes contratos. De seguida, pelo facto de os contratos de opção para a compra de ações serem, por um lado, considerados verdadeiros acordos de aquisição para efeitos da al. e), do n.º1, do art. 20.º, embora por outro a variedade de modalidades e condições inerentes à sua contratação nos façam muitas vezes duvidar da sua relevância aplicativa neste regime. É justamente pela multiplicidade e complexidade das suas modalidades que as opções financeiras sobre ações apresentam um maior interesse que os restantes *core derivatives*. Existem pelo menos quatro razões que definem a problemática que as *equity options* apresentam enquanto fundamentos para a imputação de direitos de voto: (i) o facto de as opções financeiras serem os únicos derivados *não lineares*; (ii) a verificação do fenómeno de *decoupling* e a sua relação com as formas de liquidação física e financeira; (iii) a

duvidosa existência de uma *possibilidade* de aquisição em determinadas modalidades de opções; (iv) e a relação entre as opções especulativas e a *possibilidade* de exercício do participante.

1. *Equity options* enquanto derivados não lineares e *decoupling*

A primeira problemática apresentada pelas opções de compra sobre ações está justamente relacionada à característica que é única deste tipo de derivados: o facto de se tratarem de derivados *não lineares*. A assimetria existente entre as partes contratantes caracteriza-se justamente por uma das partes ter um direito (geralmente) potestativo, mas não a obrigação, de compra e, a outra parte, ficar na correspondente situação de sujeição de venda do ativo subjacente (Almeida, 2013). Tal significa que as opções são *operações condicionais* (Antunes J. A., 2008) no sentido em que, estando a sua execução dependente da manifestação de vontade do optante, os efeitos correspondentes podem nem sequer chegar a ocorrer. A verificação desta condição suspensiva potestativa atribuir ao potencial adquirente o poder de determinar a produção dos efeitos suspensivos constitui, por si só, um verdadeiro direito de aquisição uma vez que a aquisição das ações subjacentes estará sob o seu exclusivo controlo. O facto de não existir uma *operação definitiva* sobre a transmissibilidade das ações, como sucede por exemplo nos *futuros* (Antunes J. A., 2008) permite, em contrapartida, criar a eventual situação na qual o sujeito passivo da opção possa nunca vir a entregar as ações subjacente ao beneficiário da opção, e destarte, o concedente poderá nem sequer ser titular da propriedade sobre essas ações no momento da celebração do contrato – situação na qual serão consideradas opções *descobertas* ou *naked options* – e é precisamente aqui que opera o nosso já conhecido fenómeno de *decoupling*, no qual a propriedade económica das ações subjacentes à *equity option* pertence ao beneficiário da opção e a sua titularidade jurídica ao concedente ou a um terceiro proprietário – o *issuer*.

I. Neste cenário, para que se preencham as condições necessárias à verificação de uma situação positiva de imputação é essencial dar resposta positiva a dois eventos: (i) a *operação condicional* dever depender única e exclusivamente da vontade do adquirente; (ii) caso a liquidação do contrato seja física, o concedente terá que ser titular jurídico das ações subjacentes ao contrato no momento da sua celebração.

II. Relativamente à primeira circunstância, será necessário verificar se não existem outras condições suspensivas que impossibilitem que o beneficiário da opção possa potestativamente determinar a produção dos efeitos suspensivos, uma vez que caso assim não seja, não existe um verdadeiro direito aquisitivo pela inexistência de uma verdadeira *possibilidade de aquisição* do ativo subjacente.

III. Já a segunda condição resulta da letra da lei: se o vendedor ou o sujeito passivo da opção financeira não é o titular dos votos, falta um dos pressupostos da aplicabilidade constantes da al. e) (Castro O. d.), uma vez se estatui que o acordo deve ser celebrado *com os respetivos titulares*. Como esclarece João de Mattamouros Resende, *uma coisa é ficcionar que determinados votos são imputáveis ao titular da participação qualificada, outra bem diferente é ficcionar que alguém detém direitos de voto para ficcionar que eles são imputáveis ao titular da participação qualificada* (Resende, 2010). Uma vez que o sujeito passivo ou vendedor, tem que ser titular jurídico-formal das ações objeto da transmissão, deverá também ser uma pessoa, singular ou coletiva, conhecida. Afinal, será essa pessoa que poderá, pelo menos em abstrato, cair na esfera de influência do titular do direito de aquisição (Bapitsta, 2016). Portanto, não serão relevantes nem os direitos de aquisição adquiridos em mercado a uma contraparte não identificável, devido ao anonimato da negociação em bolsa, nem os direitos de aquisição adquiridos aos titulares das ações que não detêm direitos de voto, porque os cederem a terceiro.

As problemáticas aqui descritas criam ramificações que se estendem principalmente em dois domínios. O primeiro domínio, ligado à que eu denomino a *problemática relativa à possibilidade de aquisição e exercício direitos de voto*, e um segundo conducente à já famosa *problemática dos beneficial owners e hidden ownership*.

1.1 Equity options com liquidação financeira

Ilustração lídima da crescente sofisticação da titularidade de participações sociais mediante o recurso de *equity options* como instrumento de *decoupling* é aquele verificado nos casos de liquidação financeira através das denominadas *cash-settled equity options*. De facto, neste tipo de opções, o beneficiário da opção titular da posição longa fica exposto ao risco económico do ativo subjacente, encaixando os benefícios resultantes da subida do preço de mercado das ações e as perdas concorrentes da sua descida (Antunes E. , 2018), ou na situação de se tratar

de uma *binary option* de um *payoff* fixo que se encontra pré-definido desde do momento da celebração do contrato. O facto de o beneficiário ficar *exposto a um efeito económico similar à detenção de ações* dado que este se encontra, já aí, em condições de controlar os direitos de voto associados a tais ações ou até de assegurar a aquisição dessas ações na maturidade do instrumento, é a razão pela qual o ordenamento jurídico português decidiu atribuir relevância às situações de titularidade de *cash-settled equity options* (e instrumentos financeiros derivados de liquidação financeira no geral) atribuidoras de *posições económicas longas sobre ações em sociedades abertas*.

A imputação de direitos de voto em *cash-settled equity derivatives* poderá ser considerado o “último grito” de inovação no domínio do mecanismo do art. 20º. Não é por acaso. Até agora todas as situações que constituíam uma situação positiva de imputação onde os direitos de voto eram imputados ao abrigo da existência de um acordo de aquisição, justificam-se pelo perigo de uma influência potencial e futura do participante sobre os direitos de voto, por este no futuro poder vir a adquirir as ações correspondentes a esses direitos, o que valia apenas para os acordos de aquisição, nomeadamente as *equity options*, que fossem liquidadas fisicamente. Este novo fenómeno veio a alterar o antigo paradigma. Tudo começa novamente com o *decoupling*.

1.2 O *decoupling* e a imputação de direitos de voto: *decoupling of economic and voting ownership*

A revolução dos derivados financeiros de liquidação financeira deveu-se, em larga escala, por possibilitar que os investidores desfrutassem de novas aplicações financeiras que permitissem gozar da performance de determinados ativos subjacentes sem que fosse necessário que em qualquer altura se tornassem titulares jurídicos dos mesmos. Os *cash-settled equity derivatives* não foram exceção à regra, particularmente as *equity options* e os *equity swaps*, negociados em mercado *OTC*, graças aos baixos custos e à *low-transparency* (Po, 2014), começaram a seguir finalidades que migravam dos objetivos tipicamente definidos para os derivados de liquidação financeira. O fenómeno de *decoupling* em *cash-settled equity options*, começou por tornar usual a separação entre a propriedade económica das ações e o poder de voto que elas normalmente conferem e criou as que são hoje denominadas de *new decoupling*

techniques. Uma das subcategorias desta técnica, especialmente relevante para efeitos de imputação de direitos de voto, consiste na estratégia que é hoje denominada pela doutrina internacional como de *new vote buying through decoupling of economic and voting ownership* (Henry T.C. Hu, 2007). Esta estratégia consiste essencialmente na compra de *cash-settled equity derivatives* que têm como objetivo último a aquisição de controlo societário, seja através do *empty voting*, ou esvaziamento do voto de quaisquer interesses económicos (Bapitsta, 2016), que ocorre sempre que os direitos de voto são atribuídos a quem não é o proprietário económico das ações, seja através da *hidden (morphable) ownership*, ou separação entre a propriedade jurídica e a propriedade económica das ações, que ocorre sempre que o proprietário económico das ações não é o seu proprietário jurídico e não tem nenhum direito legal de votar, mas ainda assim tem o poder de determinar o sentido do exercício dos direitos de voto.

I. O *decoupling of economic and voting ownership* enquanto fenómeno de dissociação entre a propriedade jurídica e a propriedade económica das ações pressupõe que exista uma outra dissociação, aquela que diz respeito à própria capacidade de votar. É por isso necessário definir aqueles que são os *formal voting rights*, os direitos de voto que caberiam ao titular jurídico das ações (independentemente de quem exerce influência sobre esses mesmos votos), dos *voting rights* ou *voting ownership*, enquanto direitos de voto que cabem seja ao titular jurídico seja aos que sejam exercidos pelo seu beneficiário económico (conforme seja o caso) ou que sejam instruídos por este. Deste modo, as *new vote buying techniques*, máxime, o *empty voting* e o *hidden ownership*, mais não são que uma conjugação dos *formal voting rights* e dos *voting rights* nas suas diferentes possibilidades. O *hidden ownership* constitui uma situação na qual uma pessoa possui *voting rights* sem, no entanto, deter quaisquer *formal voting rights*, contrariamente, um *empty voter* é aquele que detém dos *formal voting rights* e contrariamente não possui *voting rights*.

II. Como já será de esperar, todas estas realidades possuem consequências negativas que trouxeram sérias preocupações àqueles que são os ditames de transparência e proteção dos investidores ditados pelos ordenamentos jurídicos nacionais e internacionais. A utilização cada vez mais frequente de instrumentos de *decoupling* que têm como objetivo evitar as regras de transparência que se dirigem aos titulares formais das ações obrigaram a que se

reconhecessem novas formas para imputar os votos aos detentores de posições longas que adquiriam *cash-settled equity derivatives* enquanto instrumentos de *new vote buying*. É nestes termos que os legisladores, nacional e europeu, começaram a reconhecer a relevância da titularidade de posições longas atribuídas por este tipo de instrumentos.

1.3 O *decoupling* como técnica de camuflagem da propriedade societária: *hidden ownership*

O *decoupling* e as suas *new vote buying techniques* apresentam, como foi visto, funcionalidades e modalidades várias, nomeadamente os aclamados fenómenos de *empty voting* e *hidden ownership* que, porém, não relevam ambos com a mesma extensão quando enquadrados no mecanismo de imputação de direitos de voto. Para garantir as necessidades de proteção de investidores e a prestação de informação qualitativa ao mercado relativa à imputação de direitos de voto, foi necessário reconhecer a existência de uma influência (ou perigo de influência) que beneficiários de *cash-settled equity options* possuíam sobre os direitos de voto das ações subjacentes a estes acordos, para que estes lhes fossem imputados. Trata-se por isso de reconhecer os *voting rights* exercidos pelos participantes sobre os titulares dos *formal voting rights*, e não o contrário. Trata-se de imputar os direitos de voto àqueles que potencialmente influenciam o exercício desses direitos de voto e não àqueles cujos votos são imputados em virtude de serem proprietários jurídico-formais desses mesmos direitos. Em suma, as *new decoupling techniques*, enquanto técnicas de camuflagem da propriedade societária relevam, para efeitos da imputação de direitos de voto, nas situações no qual o participante que exerce uma influência potencial ou futura, se encontra numa posição de *hidden ownership*, uma vez que as circunstâncias de *empty voting* não consubstanciam um perigo de influência, já que o titular dos direitos de voto se encontra desprovido dos *voting rights* potencialmente exercidos por um terceiro participante. Do exposto pretende concluir-se que o direito mobiliário considera suficiente a identificação de quem tem a possibilidade de influenciar o sentido dos direitos de voto, independentemente de esses votos serem (ou não) “vazios” (Bapitsta, 2016), assim como também reconhece que a mera transferência dos riscos e benefícios associados à titularidade das ações determinam a perda de interesse objetivo do titular formal nos direitos de voto inerentes (potencial *empty voter*) justificando a sua imputação à pessoa para quem esses

riscos e benefícios, juntamente com aquele interesse, foram transferidos, ou seja, ao *beneficial owner* na posição de *hidden ownership*.

I. O *hidden ownership* é uma técnica multifacetada. O beneficiário da opção ao encontrar-se numa relação comercial fundada na existência de um *cash-settled equity option contract* coloca-se numa situação que pode fazer prever diferentes cenários. O primeiro cenário é o que se resume à irrelevância da sua posição enquanto proprietário económico das ações (para efeitos da possibilidade que este detém de influenciar os direitos de voto das ações correspondentes). O segundo panorama será o da *hidden ownership*, na qual o beneficiário da opção é um verdadeiro *beneficial owner* que detém de uma real possibilidade de ingerência no exercício de direitos de voto (*voting rights*) sobre os direitos de voto cuja titularidade jurídica se encontre no concedente. O terceiro, e último cenário, será o quadro da *hidden (morphable) ownership*, onde, o *beneficial owner* não só exerce uma influência potencial sobre os direitos de voto das ações respetivas como também, dada a sua posição, detém de uma *de facto ability* (Henry T.C. Hu, 2007) para assegurar a aquisição futura das ações subjacentes à *cash-settled equity option* na maturidade do instrumento, em virtude do interesse da contraparte na *manutenção de um relacionamento estável e duradouro* (Antunes E., 2018) com o seu cliente. Nesta última visão, trata-se, como o próprio termo sugere, de uma *hidden ownership* que é *morphable*, ou seja, que se transforma, metamorfoseia, numa verdadeira *ownership*, numa titularidade jurídica. Trata-se de uma influência que é potencial e que se pode tornar efetiva. Trata-se de um fundamento claro à imputação de direitos de voto.

1.4 Reconhecimento do *hidden (morphable) ownership* enquanto fenómeno de imputação de direitos de voto no panorama da jurídico europeu e nacional

As características e as possibilidades oferecidas pelos *cash-settled equity derivatives* rapidamente permitiram que estes instrumentos gozassem de uma popularidade exponencial no mercado de capitais mundial (Tonello, 2010), a capacidade que estes instrumentos apresentam de camuflagem de propriedade societária permitiam contornar os deveres de divulgação de participações sociais ditados pelos ordenamentos jurídicos nacionais e europeus. Como salientam Eugenio De Nardis e Matteo Tonello, no seu trabalho intitulado

“Know your Shareholders: The use of Cash-settled Equity derivatives to Hide Corporate Ownership interests” – regulatory environment where disclosure requirement are triggered by voting rights rather than economic interests, derivatives can be used to conceal equity (...) the practice generally known as “hidden ownership” is being used by investors and strategic bidders for the purpose of discretely accumulating equity stakes in business corporations (...) allowing the undisclosed retention of de facto voting rights exercisable at the investor’s discretion – os impactos desta prática na transparência do mercado são claros, o próprio conceito de *hidden ownership* espelha no seu próprio significado a ideia que a própria titularidade sobre uma participação está a ser ocultada, originando distorções que afetarão os ditames que guiam praticamente todos os ideais perseguidos pelo ordenamento jurídico neste setor do mercado. Os problemas apontados são inúmeros: (i) desde logo, a desinformação causada terá impacto na igualdade perante os investidores, uma vez que estes poderão encontrar-se numa situação de desvantagem comparada aos detentores de posições longas sobre as mesmas ações pretendidas; (ii) de seguida, irá deturpar aquilo que é a estrutura acionista de uma sociedade aberta, dada a enganosa representação dos detentores dos direitos de voto sobre a mesma; (iii) os *beneficial owner* poderão optar por uma gestão contrária aos interesses da própria sociedade, uma vez que não são sócios da sociedade, em sentido estrito; (iv) podem também optar pela perseguição de outros esquemas derivantes do *hidden ownership*, como será o caso do *empty voting*, também este, lesivo e contrário aos princípios orientadores do mercado eficiente; (v) e claro, o exercício de direitos de voto através de *cash-settled equity derivatives* não imputados ao seu beneficiário tornam-se num meio extremamente eficiente à fuga dos direitos e obrigações daí resultantes.

a) Regulamento CMVM 5/2008

Foi justamente na ordem de considerações supradescritas que os art. 2º -A e 2º-B do Regulamento CMVM 5/2008, de 2 de outubro, introduzidos pelo Regulamento CMVM 5/2010, de 1 de outubro, vieram consagrar expressamente a relevância jurídica de posições económicas longas relativas a ações de sociedades abertas, ao equiparar à titularidade formal de ações ou votos, para efeitos dos deveres de transparência e divulgação ao mercado, a titularidade de instrumentos financeiros derivados com liquidação financeira sobre tais ações (Antunes E. , 2018).

Como constatou eximamente o próprio legislador no preâmbulo do Regulamento CMVM 5/2010, de 1 de outubro, “*tem-se assistido, nos últimos anos, a diversos casos de participações qualificadas de grande dimensão comunicadas ao mercado sem aviso prévio porque construídas com base em instrumentos financeiros derivados com liquidação financeira. (...) Todavia, trata-se de instrumentos financeiros que criam um efeito económico similar à detenção das ações (...)*”

São considerados relevantes para efeitos dos ditos artigos todos os tipos de instrumentos financeiros com liquidação financeira que, não gerando autonomamente uma imputação de direitos de voto nos termos do art. 20º, nº1 do CVM, possuam um *efeito económico similar à detenção de ações*. Por efeito económico similar (“*similar economic effect*”, “*vergleichbare wirtschaftliche Wirkung*”, “*effet économique similaire*”) entende-se genericamente a exposição aos benefícios resultantes do aumento e aos riscos resultantes da depreciação da cotação dessas ações (art.2º-A, nº3) (Antunes E. , 2018).

b) Diretiva da transparência (Diretiva 2004/109/CE) revista pela Diretiva 2013/50/EU

A Diretiva da Transparência, que inicialmente não alargava os deveres de comunicação de participações qualificadas aos instrumentos financeiros derivados com efeito económico similar à detenção de ações, passou a adotar tal entendimento na revisão efetuada pela Diretiva 2013/50/EU.

O novo art. 13º passa a prever, especialmente na alínea b), a existência de deveres de comunicação de participações qualificadas mesmo para os instrumentos financeiros *com efeito económico similar ao dos instrumentos financeiros nela referidos* (na alínea a), *quer deem ou não direito a liquidação física*.

1.5 A imputação de direitos de voto em situações que consubstanciem *hidden ownership* - a al. i), nº1, do art.20.º

Na sequência da transposição da Diretiva 2013/50/UE, o Decreto-Lei nº22/2016, de 3 de junho, veio introduzir no nº1, do art. 20.º, do CVM, a al. i) que passou a consagrar expressamente, entre os critérios de imputação de direitos de voto, a relevância dos instrumentos financeiros derivados sobre ações com liquidação financeira. Tal como refere a atual al. i) são aqui relevantes os direitos de voto *inerentes a ações subjacentes a instrumentos*

financeiros detidos pelo participante, com liquidação financeira, indexados às ações mencionadas na alínea e) e com efeito económico similar à detenção de ações ou de instrumentos referidos nessa mesma alínea.

I. Na alínea em apreço assistiu-se não só ao reconhecimento da relevância jurídica das posições em *cash-settled equity derivatives* e da agnição das técnicas de camuflagem de participações societárias, como também se presenciou a uma verdadeira mudança de paradigma, relativamente ao que acontecia ao abrigo da al. e), do n.º1, do art. 20.º Na al. e) estávamos perante uma imputação que não se fundava numa imediata influência sobre o exercício dos direitos de voto ao dispor do respetivo titular por parte do participante, mas antes na possibilidade a que este assistia de no futuro vir a *adquirir* certas ações e, em consequência, na possibilidade de poder influenciar o exercício dos direitos de voto às mesmas inerentes. Todavia, na situação em apreço o legislador consagrou uma situação de imputação que não está fundada na possibilidade futura de aquisição das ações (entendida enquanto uma expectativa juridicamente tutelada), ao invés, a *ratio* da imputação funda-se na própria titularidade da propriedade económica do beneficiário, do chamado *efeito económico similar à detenção de ações*, ao qual ele está sujeito. O reconhecimento desta situação não significa que se deixem de imputar ao respetivo titular formal os direitos de voto das ações dos quais este é proprietário jurídico, uma vez que este continuará, presumivelmente, a votar de acordo com o seu próprio interesse na vida social, pela menor ou nenhuma certeza que terá na transmissão das suas participações, ou pelo simples facto de o participante não exercer qualquer influência sobre os direitos de voto das ações das quais este é proprietário económico. Assim, reconhece-se a existência de uma possível influência do *beneficial owner* ao lado da influência do titular jurídico das ações pois, como sabemos, a imputação de um não exclui a imputação do outro.

II. Em contrapartida, a imputação nos parâmetros da al. i) levanta a meu ver questões de cariz diferente. Se a razão da imputação não se funda na existência de uma expectativa jurídica do beneficiário da opção vir no futuro adquirir as ações subjacentes ao acordo de aquisição, fundar-se-á a imputação na existência, atual e efetiva, de uma propriedade económica sobre ações no momento da celebração do contrato, computando-se os direitos de voto correspondentes às mesmas ações no momento da celebração do contrato, ou em alternativa,

a imputação encontra razão de ser numa expectativa de facto sobre a transmissibilidade futura das ações em virtude do beneficiário da opção poder vir a adquirir as ações nos moldes de uma *hidden (morphable) ownership*? Por outras palavras, será que o legislador quis subverter a lógica da intensidade da influência, transformando a imputação para efeitos da al. i) numa imputação cuja influência é de nível forte, uma influência efetiva, fundada na propriedade económica (na mera *economic exposure*) do beneficiário da opção, ou continua a tratar-se de uma influência de nível fraco, uma influência potencial e futura, fundada agora na mera probabilidade fáctica da aquisição futura ações ocorrer?

III. À primeira vista parece existir uma inclinação do legislador nacional a favor da primeira perspetiva. De facto, e em linha com os argumentos ditados na revisão da diretiva transparência, aparentou querer-se preencher a *lacuna* existente, através do reconhecimento da relevância dos casos em que os *cash-settled equity derivatives* atribuísem *posições secretas* na sociedade aberta, apesar de ter optado por não se referir expressamente a nenhuma das estratégias de *new vote buying* (Martins), considerando que de um modo geral, todas as situações de *hidden ownership* são abrangidas, e que nessa medida o direito comunitário e português (Bapitsta, 2016) preveem e exigem a divulgação das situações relevantes de *economic exposure* apenas, sem sublinharem o aspeto fáctico da transmissibilidade futura das ações mediante uma eventual instrução do participante. Como salientaram Ana Perestrelo de Oliveira e Madalena Perestrelo de Oliveira no período imediatamente anterior à transposição da diretiva no ordenamento jurídico nacional, é *provável que a solução do nosso direito tenha de ser adaptada à diretiva (...) de modo a permitir uma equiparação total entre as posições longas resultantes de derivados com liquidação física e financeira*, e que enquanto isso não acontece *a simples divulgação ao mercado da existência da posição longa satisfaz as necessidades de proteção do mercado, de modo a que os restantes participantes na sociedade possam levar em linha de conta a potencialidade de uma aquisição iminente de uma determinada participação social*.

IV. Pois bem. De facto, o legislador mobiliário optou por uma *equiparação total* das posições longas detidas através de um instrumento financeiros derivados no cômputo das participações qualificadas. Pareceu fazê-lo considerando a *economic exposure* como fundamento suficiente e último de imputação para efeitos de aplicação da al. i), embora tenha reconhecido

que a relevância da *economic exposure* nestes termos visa justamente informar os sócios da *host company* (Henry T.C. Hu, 2007) da potencialidade de uma aquisição *iminente* por parte do *beneficial owner*. No fundo trata-se de saber se estamos ou não perante uma *hidden (morphable) ownership*, trata-se de identificar se existe um perigo de influência no exercício dos direitos de voto que culmine eventualmente numa alteração da estrutura acionista, trata-se, máxime, de auferir a transformação de uma *influência potencial* numa eventual *influência efetiva*. A imputação fundar-se-á sempre na existência de um acordo, na criação de uma realidade jurídica tradutora de uma *possibilidade de aquisição*, a *economic exposure* constitui apenas a prova da existência de uma capacidade económica do beneficiário – é a prova que a sua posição tem um *efeito económico similar à detenção de ações* por na maturidade do instrumento derivado o beneficiário da opção financeira potencialmente encaixar um diferencial pecuniário cujo valor corresponderá (eventualmente) ao valor das ações de acordo com o preço de referência acordado para o seu cálculo. No final de contas, o dogma da al. i) e da al. e) não são substancialmente diferentes. A meu ver, a *economic exposure* tradutora de um *efeito económico similar à detenção de ações* não é o fundamento da imputação da al. i), é sim o requisito que terá que se cumprir para que o beneficiário da opção esteja em condições de adquirir as ações subjacentes ao instrumento financeiro na maturidade do contrato. O fundamento será o da existência de uma *possibilidade de aquisição* aliada com uma *possibilidade de exercício* dos direitos de voto, cuja intensidade da influência é potencial e futura, fundada num acordo de aquisição que possa ser considerado objetivamente como um *instrumento de atuação concertada*.

1.6 A possibilidade de aquisição numa *cash-settled equity option*

Avaliar a existência de uma concreta possibilidade de aquisição é, tal como vimos para a al. e), um exercício metuculoso. A existência de uma possibilidade de aquisição deve ser entendida como um *direito de aquisição* – uma *possibilidade fáctica de “poder adquirir as ações”* – é esta a lição que retiramos do entendimento da al. e) e é concretamente aos instrumentos referidos nessa alínea que a hipótese da al. i) alude no seu texto. Como é que devemos adaptar esta remissão?

I. A relevância legal conferida aos instrumentos de aquisição de liquidação financeira e a equiparação total das posições atribuídas por instrumentos financeiros derivados de

liquidação física e financeira carecem, antes de mais, de alguns esclarecimentos. O primeiro passo está justamente em reconhecer a extensão desta equiparação ou, mais propriamente, a natureza jurídica desta equiparação. Sabemos que os factos equiparados são dois factos diferentes cuja base é comum. Temos em ambos os casos *equity options*, as mesmas modalidades, a mesma tipologia jurídica, temos o mesmo *common ground*. O que difere é a forma de liquidação e, conseqüentemente, o facto de na maturidade do contrato existir a entrega física das ações na hipótese de a liquidação ser física, ou a entrega de um *payoff*, na hipótese de a liquidação ser financeira. Não podemos por isso ficcionar que se trata da mesma situação, o que por sua vez significa que também não estamos perante a mesma *possibilidade de aquisição*.

II. A primeira grande diferença reside precisamente em saber quais é que são as prestações exigíveis no plano contratual. O beneficiário da *physically-settled equity option* goza de uma expectativa jurídica sobre a entrega das ações subjacentes, o que significa que caso este exerça, e o concedente incumpra na sua obrigação, as ações sejam legalmente exigíveis, podendo o beneficiário recorrer aos meios coercitivos legais ao seu dispor para fazer valer o seu direito. O mesmo já não se pode dizer do beneficiário de uma *cash-settled equity option*, que mais não tem que uma expectativa de facto sobre a aquisição física das ações, não possuindo qualquer meio legal ao seu dispor que lhe permita coercivamente vir a obter estas ações no futuro. É por isso claro que a possibilidade de aquisição do primeiro é faticamente superior à possibilidade de aquisição do segundo.

III. Em segundo lugar, para constataremos que existe uma *possibilidade de aquisição* (mesmo que esta corresponda somente a uma expectativa de facto do beneficiário da opção) é necessário que se preencha o requisito respeitante ao *efeito análogo da detenção de ações*. Para que se verifique esta condição é necessário que na execução da opção o *payoff* corresponda ao valor económico das ações subjacentes, pois só assim o beneficiário da *cash-settled equity option* se encontra na posição financeira de adquirir as ações subjacentes ao concedente (existindo concertação nesse sentido). À partida esta circunstância estará sempre preenchida, uma vez que, salvo convenção em contrário, a liquidação financeira de uma *call option* corresponde à diferença existente entre o preço de exercício e o preço de referência e, conseqüentemente,

ao valor económico das ações subjacentes. Porém, esta é uma *presunção* que poderá ser ilidida se estivermos perante as exceções onde o *payoff* da opção não seja calculado segundo estes parâmetros. Será o caso das *binary options* cujo *payoff* pode, no caso de se tratarem de *binary options* do tipo *cash-or-nothing*, corresponder a um montante pré-estabelecido que não corresponde ao valor económico das ações na maturidade do contrato, podendo até ser inferior a este, não detendo o beneficiário de uma opção deste género de uma posição cuja titularidade goza de um *efeito económico equivalente à detenção de ações*. O mesmo se poderia dizer de uma *asian option* já que o cálculo do *payoff* também depende de regras próprias da sua estruturação. Em suma, embora presumivelmente uma *cash-settled equity option* coloque o seu beneficiário numa situação económica cujo efeito é análogo à detenção das ações, trata-se de uma *presunção* facilmente ilidível se o *payoff* à partida é calculado segundo métodos que apontem para um preço inferior ao preço de aquisição previsível para as ditas ações.

IV. É inevitável não negar a existência de uma *possibilidade de aquisição* em opções de liquidação financeira. Ela não existe. Não existe se encararmos como parâmetro de base a possibilidade de aquisição existente nas *equity options* de liquidação física. A inexistência de um *direito de aquisição* nos moldes já descritos para os acordos de aquisição da al. e) é claro. A conclusão não está só em concluir que faticamente a possibilidade de aquisição é inferior nos derivados de liquidação financeira quando comparados com os derivados de liquidação física, está sim em concluir que os primeiros não atribuem ao seu beneficiário meios jurídicos suficientes para que seja sequer possível encarar-se a existência de um *direito* de aquisição, porque não existe nenhum direito se a prestação não é legalmente exigível. Trata-se sim de uma mera expectativa de facto. Dúvida distinta, está em reconhecer a existência de uma *influência potencial e futura* independentemente da inexistência do direito de aquisição, influência esta que comporte uma atuação do participante, no sentido de querer exercer os direitos de voto dos quais não é titular jurídico-formal, através daquele *feixe relacional* que embora não lhe atribua um direito jurídico de aquisição, lhe permita dentro de determinados parâmetros, influenciar no sentido de atuar em concertação por se considerar proprietário económico das ações subjacentes. E aqui a resposta não pode deixar de ser positiva. Trata-se do reconhecimento de uma situação especial de imputação, arrancada pelo ordenamento jurídico

européu e transposta para o ordenamento jurídico nacional, no sentido de consagrar os princípios de transparência de mercado mesmo em situações onde inexiste um real direito de aquisição do *beneficial owner*, que se aproveita dessa mesma circunstância e utiliza *cash-settled equity derivatives to eschew disclosure rules while stealthily building up stakes in public corporations* (Tonello, 2010). Trata-se de uma situação onde se deu primazia aos próprios princípios norteadores do regime de imputação de direitos de voto em detrimento dos critérios legais da sua aplicação.

V. E é precisamente neste ponto que é necessário retirar a conclusão mais importante. Se inexiste um verdadeiro direito de aquisição na situação elencada na al. i), se a possibilidade de aquisição é, portanto, de larga escala inferior à possibilidade de aquisição manifestada nos acordos da al. e), significará que estamos perante uma imputação cuja *intensidade de influência é ainda mais fraca que a se apresenta na al. e)*? Parece-me que a resposta é afirmativa. O nível de intensidade qualifica-se como *fraco* (que relembro era o nível mais baixo) nos acordos de aquisição mencionados na al. e), uma vez que apenas futuramente (no momento da aquisição) possa vir a haver influência efetiva sobre o exercício de direitos de voto. Agora, uma vez que a aquisição futura é uma mera eventualidade de facto, a qualidade da influência é ainda mais baixa, o *feixe relacional* é ainda mais frágil e a potencialidade da influência ainda mais remota. Nas situações que recaem no âmbito da al. i) estamos perante uma *influência potencial e futura diminuta*, cujo nível é *muito fraco*, o que reduz ainda mais a robustez da imputação, enfraquece a qualificação em instrumento de concertação e afasta-nos, passo a passo, da teia normativa e das funcionalidades que subjazem ao mecanismo de imputação de direitos de voto, embora por outro lado, nos aproxime a passos gigantes da primazia dos princípios norteadores do regime de imputação e de uma noção de atuação concertada que apenas vê fins e descura meios.

2. As estratégias com *equity options* e a imputação de direitos de voto

A realidade das *equity options*, as suas modalidades, estratégias e diferentes formas de liquidação têm a particularidade de tornar estes instrumentos financeiros especialmente “populares” entre os critérios de imputação que recaem sob a malha normativa das als. e) e i). A sua indefinição conceptual, ou melhor, a liberdade negocial e a autonomia privada,

permitem fixar um conjunto quase infinito de condições contratuais sobre a mesma premissa: atribuir uma opção de compra de ações, por um preço e em data predeterminados, a executar mediante uma liquidação física e financeira. Sucede, que esta noção amplíssima de *call equity option* é demasiado abrangente, diversificada e heterogénea para que se consiga afirmar com toda a certeza que estes instrumentos derivados se possam considerar sempre como *acordos de aquisição relevantes* para serem consideradas enquanto situações de imputação relevantes e se enquadrarem nas hipóteses legais da al. e) e i). Para reconhecermos quais as modalidades de *equity options* relevantes na matéria não podemos fundar-nos meramente no tipo contratual social “opção”, é justamente necessário que se verifiquem as bases que justificam a imputação. Está aqui em causa a análise casuística das várias estratégias de opções no sentido das suas características se qualificarem ou não enquanto *elementos positivos de imputação*. Trata-se de responder afirmativamente à pergunta: esta *equity option* pode ser considerada um instrumento de concertação?

2.1 A relevância das estratégias, das modalidades e das funções das *equity options* para a interpretação e aplicação do regime da imputação dos direitos de voto

Saber se uma *equity option* é um instrumento de concertação é um exercício que pressupõe todo um conjunto de suposições que uma vez comutativamente verificadas nos permite, no final, retirar as devidas conclusões. O mesmo vale por dizer que só através de uma análise casuística é que seremos capazes de identificar se o participante (titular formal ou material) está em condições de influenciar (concertadamente), *de facto*, o sentido dos votos que lhe são imputados. Esta tarefa analítica deverá seguir um método que ajude o intérprete e aplicador dos critérios de imputação das als. e) e i), a avaliar os *elementos* que confluem para uma resposta positiva de imputação, os denominados *elementos positivos de imputação*, e pesar que estes prevaleçam sobre os *elementos negativos de imputação*, que, contrariamente, apontam para uma situação negativa de imputação. No fundo, trata-se de auferir quais são as estratégias e modalidades de opções que pesem a favor da existência de uma *possibilidade de exercício e aquisição* dos direitos de voto das ações respetivas, perspetivando-se como indicadoras de uma *influência potencial e futura* do participante, presumindo-se daí a existência de atuação concertada

entre o participante e o concedente, ficando finalmente, fundamentada a imputação de direitos de voto.

2.2 As *Equity options* americanas e europeias e a imputação de direitos de voto

As *equity options*, enquanto *negócios condicionais* ou a *prazo condicional*, estão sujeitas a uma condição negocial, uma verdadeira condição suspensiva potestativa, que tem como conteúdo típico a sujeição da eficácia do negócio à vontade do adquirente querer *exercer a opção*. O beneficiário da opção *quer exercer* a opção de compra se esta estiver *in-the-money*. Será esta a primeira condição que se deve ver cumprida para que se possa sequer começar a falar da existência de uma *possibilidade de aquisição* que caiba na hipótese legal das als. e) e i). Por exemplo, os contratos de opção de venda, *put options*, fazem depender a produção dos efeitos queridos pelas partes da ocorrência de um facto futuro e incerto que está apenas ao alcance do alienante (Vasconcelos, 2012), na pendência desta condição o adquirente tem uma mera expectativa de aquisição e não um verdadeiro direito aquisitivo (Bapitsta, 2016), razão pela qual esta hipótese nunca poderá recair no âmbito das alíneas em análise, não havendo imputação nestes termos. Sucede que o direito de exercício numa *call option*, embora se encontre no poder do adquirente, pode encontrar-se limitado temporalmente a certos momentos e esta hipótese coloca-nos outras questões.

I. As *call equity options* americanas atribuem ao beneficiário o direito de exercer a opção desde o momento da celebração até ao vencimento do contrato, e conferem um direito de aquisição mais amplo e menos limitado que o direito conferido por aquelas cujo direito possa ser exercido exclusivamente na maturidade, como sucede nas opções do tipo europeu. A existência de uma limitação no *direito aquisitivo* não exclui de maneira alguma a existência de uma possibilidade fáctica de *poder adquirir as ações*, porém, o facto deste direito se encontrar limitado para um concreto momento no tempo da vida da opção, reduz estatisticamente a probabilidade da sua ocorrência e, conotada a essa redução, está a limitação do beneficiário poder exercer aquele direito em tempo útil. Por outras palavras, uma *european call equity option* é tradutora de uma *possibilidade de aquisição* seriamente mais limitada, pelo que um acordo nestes termos poderá ser menos idóneo ao exercício de uma *influência potencial* do participante sobre a sociedade visada. Tal não significa que uma limitação ao direito de aquisição dita, por

si só, que estamos perante uma situação negativa de imputação, porém é um forte indicador que esse direito se encontra enfraquecido, principalmente se, juntamente a esta limitação, juntarmos outra circunstância que poderá ser também ela indicadora de uma fraca *robustez de imputação*, como será o caso de uma opção não ser só do tipo europeu, como a sua liquidação ser também financeira, ou que, juntamente a esta condição exista outra de cariz resolutivo ou suspensivo, que faça depender a aquisição mediante a *european call equity option* da ocorrência de um evento que não está na disponibilidade de nenhuma das partes, como sucede com as *barrier options*.

2.3 Plain vanilla equity options, Barrier equity options, Binary equity options e a imputação de direitos de voto

As condições contratuais apostas às opções financeiras não se limitam às condições suspensivas potestativas que se encontram na disponibilidade do adquirente ou alienante, existem outras que não estão na disponibilidade de nenhuma das partes, como será o caso das condições suspensivas causais ou das condições resolutivas. Como vimos a aposição de condições suspensivas ou resolutivas não potestativas em *equity options* é feita mediante *barreiras*, criando as denominadas *barrier options*. Vejamos em detalhe qual é o efeito da aposição destas barreiras no direito aquisitivo do beneficiário da opção.

a) Barreiras *Knock-in*

As *knock-in barriers* apresentam-se como condições contratuais suspensivas causais o que significa que a opção financeira só se torna eficaz a partir do momento da sua verificação. Na pendência da condição o credor condicional não tem ainda um *direito de aquisição exercitável* (Santos, 2011) sobre as ações, pelo que a sua posição subjetiva consiste numa *mera expectativa de aquisição e não um direito de adquirir, que só surge com a verificação da condição* (Castro O. d.), expectativa esta que embora seja *mais que um esperança e menos do que um direito* (Pinto, 2012), não é condição suficiente para que haja imputação. Em suma, a aposição de uma barreira *knock-in* torna a *possibilidade de aquisição* verdadeiramente *incerta* (Bapitsta, 2016), razão pela qual a doutrina considera que as *barrier options* nestes moldes devam *ser excluídos de entre os acordos relevantes* para efeitos das als e) e i).

I. O facto de a *imputação desencadear-se-á aquando da verificação da condição* (Castro O. d.), é uma ressalva importante, porque caso contrário o mecanismo da imputação seria facilmente falseado pela aposição de *knock-in barriers* cuja fasquia ou preço se encontrasse próxima de ser atingida ou ultrapassada, ou seja, cuja verificação da condição fosse não futura e potencial, mas eminente, provável e atual. Pense-se numa *barrier equity option* cuja barreira *knock-in* se encontra fixada ao preço de 1.01 € e que é verificada no mercado *spot* de uma ação cuja cotação está a 1.00 € com uma volatilidade intradiária média de 10%. Neste cenário, a condição verifica-se, muito provavelmente no próprio dia, e o beneficiário da *barrier equity option* verá rapidamente a sua *expetativa de aquisição* transformar-se num *direito aquisitivo* e, consequentemente, o acordo que era irrelevante, torna-se relevante para efeitos da imputação de direitos de voto.

II. Outro é o tema que está ligado à classificação da barreira *knock-in* como americana ou europeia. A situação que talvez suscite o maior interesse é aquela onde uma *equity option* do tipo americano possua uma *knock-in barrier* do tipo europeu. Aqui, a *expetativa de aquisição* do beneficiário encontra-se sujeita a uma condição suspensiva que só se poderá verificar no vencimento do contrato. Em suma, trata-se de uma opção no qual o direito do beneficiário não só não é *exercitável* na pendência da condição suspensiva, como em acréscimo, a sua posição precária é agravada pela verificação da condição estar remetida para o momento da maturidade contratual. Deste modo, a verificação do facto condicionante encontra-se impedido de vir a acontecer durante grande parte da duração contratual.

III. Dificuldades com ainda maior magnitude podem vir a sentir-se nas situações onde a fasquia da barreira é fixada, em regra pelo *writer* do contrato, em valores que (de acordo com o preço de referência) são de verificação inverosímil ou impossível (principalmente considerando a duração contratual) – através daquelas que podemos denominar de *barreiras especulativas*. É questionável perguntar se nas situações onde existe a atuação do *writer* de impedir a ocorrência do facto condicionante possam ser consideradas ilícitas por violação da boa-fé contratual dada a remissão do art. 275.º, nº2, do CC para este domínio, principalmente em situações onde este fixa a fasquia ou preço da *knock-in barrier* em valores irrealis, aproveitando-se do *deficit informativo* da contraparte na contratação.

b) Barreiras *Knock-out*

Em contrapartida, as *knock-out barriers* operam como condições resolutivas e não afetam a eficácia do negócio jurídico, pelo contrário, sujeitam-no à verificação de um acontecimento futuro e incerto conducente à sua extinção. Sendo resolutiva a condição, na pendência desta, o negócio produz todos os efeitos que lhe são próprios, os quais, porém, serão destruídos retroativamente se a condição se verificar (Pinto, 2012).

I. O beneficiário da opção encontra-se por isso numa posição de *precariedade* (Vasconcelos, 2012) durante a pendência da condição resolutiva. A posição do beneficiário poderá ser mais ou menos insegura conforme se trate de uma barreira *knock-out* americana ou europeia, uma vez que a primeira poderá verificar-se a qualquer momento desde o momento da celebração do contrato derivado até ao seu vencimento, ao contrário do que sucede na segunda condição onde a condição só se poderá verificar na maturidade do contrato.

II. Uma vez que na pendência da verificação da condição *knock-out* o contrato produz todos os seus efeitos não se verificam quaisquer delimitações no *direito de aquisição* do adquirente. Os requisitos para que exista imputação de direitos de voto com fundamento em *knock-out equity options* parecem encontrar-se todos preenchidos. A clareza desta situação poderá ser apenas desfocada pela criação de *barreiras especulativas*, que no caso de serem *knock-out*, põe problemáticas diferentes àquelas que foram propostas no domínio das barreiras de *knock-in*. Uma *knock-out barrier* cujo valor ou fasquia se encontre definido em valores muito superiores ao preço de referência pode ser verdadeiramente insignificante para o contrato em questão. Pense-se na situação de uma *knock-out equity option* com maturidade de 1 ano onde o preço do *knock-out* seja de 1000 € considerando como preço de referência a cotação de ações que transacionam a 0.10 € no mercado *spot*. A verificação do facto condicionante é altamente improvável (para não dizer impossível numa situação de mercado normal) e a sujeição do negócio ao facto condicionante é na prática insignificante. A situação contrária, todavia, é uma questão de calibre diferente. Uma *knock-out equity option* (do tipo americano) onde a fasquia é fixada a um preço muito próximo do preço de referência das ações subjacentes poderá suscitar problemas à luz de uma correta aplicação das disposições da als. e) e i), do n.º1, do art.20.º. O facto de a condição resolutiva ter sido aposta nestes termos retira, como

já vimos para as barreiras *knock-in*, o elemento *de incerteza* da equação das condições causais. E dado tratar-se de uma condição resolutiva, a sujeição do negócio a um facto condicionante iminente e pouco incerto, conduzirão à extinção imediata do contrato. O problema que se levanta relativamente à imputação de direitos de voto é justamente aquele de saber se a imputação se justifica nestes termos. Poderá presumir-se que o participante que conheça das condições sobre as quais contratou, irá exercer uma *influência potencial* sobre direitos de voto de ações que jamais irá adquirir uma vez que, por muito que esse *direito de aquisição* exista na pendência (curta) da condição, a aquisição não era claramente o objetivo que as partes pretendiam seguir numa *knock-out equity options* acordada nestes termos? É dúbio.

c) Barreiras Digitais

As *binary barriers*, designadas de *ativantes*, são também elas condições suspensivas, embora o facto de se inserirem em *binary options* faça com que gozem de algumas *nuances* próprias. Sucede que as opções digitais, para efeitos do seu funcionamento, não só não são verdadeiras opções financeiras (pois não atribuem uma opção de compra ou de venda, uma vez que não é conferido ao beneficiário de uma opção digital o direito de exercer), como também são sempre liquidadas financeiramente nos parâmetros do mecanismo de “tudo-ou-nada”. Estas *nuances* parecem-me impactar com a imputação de direitos de voto de uma forma que é tudo menos ténue.

I. A primeira grande barreira a ser ultrapassada está na circunstância de as *binary options* não serem opções tradicionais. A sua denominação induz-nos em erro, desde logo por não existir qualquer opção de adquirir na disponibilidade do adquirente do contrato. Nestas opções não existe uma condição suspensiva potestativa na disponibilidade do beneficiário que determine que este exerça *in-the-money*, em contrapartida, o *exercício* da opção, ou melhor, a sua execução, é desencadeada pela verificação da condição suspensiva causal determinada pela barreira digital. Aqui a posição subjetiva do adquirente também consistirá numa *mera expectativa de aquisição* eventual e não num direito de aquisição.

II. O segundo obstáculo está ligado à liquidação da *binary option*. A liquidação *tudo-ou-nada*, ao diferir no método tradicional utilizado para o cálculo de opções de liquidação financeira,

poderá não colocar o adquirente numa posição cujo *efeito é análogo à detenção de ações* para efeitos da imputação pela hipótese legal da al. i)

III. A aglutinação destas duas objeções numa só *equity option* coloca entraves significativos ao preenchimento dos requisitos de aplicação da imputação de direitos de voto, seja nos pressupostos da al. e), seja nos pressupostos da al. i), do n.º1, do art.20.º. As conclusões a retirar relativamente ao primeiro ponto vão no sentido de, tal como já acontecia com as *knock-in barrier options*, negar a possibilidade de imputar os direitos de voto ao abrigo da al. e), n.º1, do art. 20.º, por não ser possível concluir a existência de um direito aquisitivo perante a existência da barreira digital e claro, por a liquidação financeira não recair no escopo da al. e), n.º1, do art. 20.º. Já a imputação com fundamento na al. i), n.º1, do art.20.º, constitui uma problemática de diferente dificuldade. Remete-nos mais uma vez para a questão relativa ao espectro aplicativo da al. e) e i), n.º1, do art.20.º. A inexistência de uma real *possibilidade de aquisição* nas opções de liquidação financeira, e a derivada diminuição da robustez de imputação das situações que se subsumem a esta alínea, obriga-nos a ser particularmente cautelosos nas conclusões que se retiram sobre a legitimidade ou ilegitimidade das *binary options* enquanto fundamentos de imputação de direitos de voto. Afirmar que este é um fundamento positivo de imputação implica asseverar que uma *binary option* pode conduzir a uma situação de *hidden (morphable) ownership* e consequentemente, traduzir-se numa verdadeira atuação concertada entre o participante e a sociedade participada. O que é possível, embora seja inverosímil. A improbabilidade de as *binary options* serem instrumentos de concertação funda-se desde logo na sujeição da eficácia destas opções a um evento completamente indisponível às partes, cuja ocorrência é incerta e futura – a barreira digital. A inexistência de uma possibilidade de aquisição (no sentido delineado para a al. e), n.º1, do art.20.º) é reforçada pelo próprio facto de as barreiras digitais serem verdadeiras condições suspensivas causais o que, juntamente ao facto de na liquidação não ocorrer qualquer entrega de ações, faz com que a entrega do próprio *payoff* seja também simplesmente expectável de facto. Parece-me ser uma coisa, presumir que a entrega de um *payoff* possa constituir uma possível situação de *hidden (morphable) ownership*, parece-me ser outra de calibre diferente, presumir a própria entrega do *payoff* (sujeito à condição causal) para se presumir a verificação de uma *hidden*

(*morphable*) *ownership*. Esta dupla presunção é um fenómeno ainda mais distante se considerarmos a hipótese eventual de o *payoff* não colocar o beneficiário da opção numa situação económica análoga à detenção de ações uma vez que este é calculado segundo métodos diferentes da liquidação financeira por *default*, podendo resultar num valor económico inferior ao valor das ações. Em suma, concluir no sentido de uma *binary option* constituir fundamento de imputação de direitos de voto parece-me ser uma hipótese bastante remota e que muito dificilmente poderá ser considerada um fundamento válido à imputação de direito de voto ao abrigo da al. i), n.º1, do art. 20.º.

2.4 As estratégias e a imputação de direitos de voto: opções empíricas ou opções especulativas enquanto redutoras da intensidade de influência

As *estratégias* enquanto produtos financeiros complexos são sem dúvida os instrumentos que mais dificuldades colocam ao intérprete do art.20.º O facto de a sua estrutura depender de uma conjugação de vários produtos financeiros mais simples obriga-nos a analisar as suas características tomando o todo pela parte e a parte pelo todo. Uma vez que o número de estratégias existentes (mesmo partindo do princípio que apenas se encontra estruturada por opções) é praticamente infinita será necessário analisar os pressupostos caso a caso, embora porém seja possível seguir um raciocínio lógico que aponte para uma maior ou menor *possibilidade de exercício* dos direitos de voto das ações que subjazem às *straddles*, *strips*, *collars* ou *baskets*, só para dar alguns exemplos.

I. Desde logo, a *atipicidade estrutural* das estratégias de opções está normalmente construída pela “soma” dos vários *tipos sociais* de opções que servem de base à estrutura. Uma *strip of options* é, por exemplo, uma estratégia que é construída pela estruturação de várias *call plain vanilla options* ou simultaneamente por *call plain vanilla options e knock-out options*. Apenas a análise casuística nos dirá. Porém outras estratégias estão estruturalmente mais delineadas. Uma *straddle* será sempre um conjunto de *call e put options*, as variações podem ocorrer conforme o tipo de opções de compra e tipos de opções de venda possam apresentar diferentes modalidades, embora o facto de serem opções de compra e venda estruturadas permaneça imutável.

II. Deste modo, a imputação de direitos de voto e os pressupostos constantes das als. e) e i) devem ser verificados atendendo às características das opções tradicionais - *plain vanilla options*, *barrier options*, *binary options*, que individualmente, constroem a estratégia. Todavia, é necessário considerar também que a estratégia é um produto financeiro complexo autónomo distinto da soma dos produtos financeiros clássicos que o constituem. Pelo que não basta a análise individual de cada opção que lhe está “subjacente” é preciso ver o seu funcionamento enquanto um todo.

3. Provas que afastam a presunção de imputação com fundamento em *equity options*

É com ponto de partida na perspectiva de que a natureza das alíneas e) e i) do art. 20.º é o de verdadeiras *presunções relativas* que se inicia este ponto. Como foi reforçado várias vezes ao longo desta dissertação, a imputação que tem como fundamento *equity options* é uma imputação cuja análise carece de um olhar atento e casuístico, cujas situações são de uma influência potencial e futura, e que podem, nos seus diversos parâmetros, traduzir uma situação positiva de imputação ou uma situação negativa de imputação. O *ideal de ponderação* é por isso um elemento crucial que justifica que por vezes o *facto presumido* não acompanhe o *facto* que *serve de base à imputação*, razão pela qual do *facto conhecido não se possa irrefutavelmente retirar o facto presumido*. É com base nesta necessidade de cautela que é necessário delimitar quais as *provas* que permitam ilidir a presunção, sejam elas *elementos negativos* de imputação intrínsecos ao contrato de *equity option*, sejam elementos exteriores ou acessórios ao contrato, sejam combinações de ambos, qualquer um destes casos tem base num *facto* que por si só é prova suficiente que a presunção de imputação deva ser afastada, para evitar que como salientou Paula Costa e Silva (Silva P. C., 2007), se possa determinar que se veja submetido aos *efeitos do domínio aquele que não o detém*.

3.1 Inexistência de atuação concertada

A primeira prova a ter em consideração está focada no próprio conceito de *atuação concertada*. As observações feitas acerca das *equity options* permitiram-nos concluir que estes podem ou não ser considerados *instrumentos de concertação* e que a atuação concertada, a sua ideia de cooperação de esforços e de coordenação de comportamentos (Bapitsta, 2016), está

presente e serve de fundamento a todos os critérios de imputação consagrados pelo art. 20.º, nº1.

A existência das várias dúvidas interpretativas à aplicação das demais alíneas e o estudo do meio que serve de fundamento à imputação, são elementos que nos permitem concluir a favor da existência ou inexistência de uma atuação concertada. Uma vez que as *equity options* são acordos de aquisição, a sua relevância enquanto instrumentos de concertação só existe caso se preencham os aclamados pressupostos de aplicação das referidas alíneas: (i) terá que existir um *direito aquisitivo* tradutor de uma *possibilidade de aquisição*, que confira ao beneficiário da opção o poder de *exercer* os direitos de voto, em virtude da *influência potencial e futura* que este detém sobre os *direitos* de voto das ações subjacentes à *equity option*; (ii) o sujeito passivo do contrato de opção deverá ser titular dos direitos de voto e das ações correspondentes, se a liquidação for física; e que (iii) caso se trate de uma *equity option* de liquidação financeira terá que consubstanciar-se uma situação de *hidden ownership*. A não verificação de qualquer um dos pressupostos apresentados é condição suficiente, e prova, que não existe atuação em concertação com fundamento nas als. e) e i), e, conseqüentemente, para que não haja imputação nestes termos.

3.2 Acordos que têm por objeto o exercício de direitos de voto

Um dos exemplos paradigmáticos de *elementos negativos* exteriores ao contrato de derivado que sirvam de prova suficiente para que se afaste a norma de imputação com fundamento na existência de acordo de aquisição, é o da existência de acordos que têm por objeto o exercício de direitos de voto, situação de imputação prevista na al. c), do nº1, do art.20.º, sendo essa, naturalmente, a forma mais simples e direta de se participar na atividade societária e de se dominar uma sociedade. Deste modo, estes acordos integrados numa categoria mais ampla de acordos parassociais (Santos, 2011), são verdadeiras *convenções juridicamente vinculantes* (Castro O. d.) através das quais duas ou mais pessoas, reconhecendo interesses comuns e a vontade de unificar os direitos de voto ao seu dispor convergindo-os no mesmo sentido, vinculam-se a votar de acordo com as regras entre si fixadas (Santos, 2011), ressaltando-se a possibilidade de o participante, pelo mesmo acordo, estar vinculado a seguir as instruções de terceiro, ou *a contrario*, se encontrar igualmente vinculado, pelo mesmo acordo, a exercer os

direitos de voto ainda que já não o tenha de fazer seguindo as instruções de terceiro (Bapitsta, 2016). A lei presume que, com a celebração destes acordos, *as partes aceitaram limitar a sua autonomia em relação ao exercício dos respetivos direitos de voto, abdicando da prossecução de interesses pessoais, com o intuito de prosseguirem em comum um determinado fim relacionado com o domínio da sociedade visada.*

Uma imputação que se funde na existência de um acordo de concertação que, ao contrário do acordo de aquisição de ações, tem como objeto o *próprio exercício de direitos de voto*, é por si só, prova suficiente que o participante estará presumivelmente a exercer uma *influência efetiva* sobre o exercício dos direitos de voto (ou mesmo um exercício *discrecionário*). A existência de um acordo nestes termos poderá ilidir a imputação que recai sobre o beneficiário de uma *equity option* se se demonstrar que os direitos de voto respetivos às ações subjacentes ao contrato de opção estão a ser exercidos, em virtude da celebração de um acordo de concertação sobre o exercício de direitos de voto, por pessoa terceira ao *beneficiário da equity option*, através de um acordo que têm por objeto o próprio exercício desses direitos de voto.

3.3 O dever de lançamento de opa enquanto corretor dos resultados de imputação

A imputação de direitos de voto, enquanto mecanismo com um funcionalismo plural, pode ter repercussões de diferentes amplitudes para o participante. A mais onerosa é certamente a obrigação de lançar uma oferta pública de aquisição sobre a sociedade visada, constante do art. 187.º CVM. O art.187.º CVM remete, para efeitos do cômputo das participações relevantes, para o mecanismo de imputação de direitos de voto do art. 20.º, o que poderia conduzir o intérprete a acreditar que todos os votos relevantes para efeitos da imputação aqui estatuída, nomeadamente para o próprio efeito de divulgação de informação, valessem igualmente (e na mesma extensão) para efeitos de constituição do dever de lançamento de opa. Porém, esta *descontextualização* interpretativa (Neves) não poderia estar mais errada. O elemento teleológico em sede interpretativa obriga-nos a enquadrar a remissão mencionada nos próprios objetivos que o regime de opa obrigatória visa perseguir. O preâmbulo do diploma que aprovou o CVM vem prontamente responder a esta questão estatuidando que *o regime das ofertas públicas de aquisição obrigatórias assenta na ideia geral de que os*

benefícios da aquisição de domínio sobre uma sociedade aberta devem ser compartilhados pelos acionistas minoritários. Trata-se de uma situação especial, cuja base funcional encontra-se *indissociavelmente relacionada com a aquisição de domínio* (Neves). Não se trata aqui de um domínio qualquer, trata-se sim, de uma verdadeira necessidade de demonstrar que se verifiquem todos os requisitos que permitam atestar a aquisição de um *domínio efetivo da sociedade aberta em causa pelo participante*.

Neste âmbito, surgem sérias dúvidas quanto à possibilidade de se imputar a um participante as ações cujos direitos de voto o mesmo não pode exercer discricionariamente, ou pelo menos efetivamente influenciar, quando com essa mesma imputação se visa determinar o lançamento obrigatório de uma oferta pública de aquisição sobre a sociedade visada. Como salienta Paulo Câmara (Câmara, 2011), temendo-se um *efeito perverso (...) interessa atingir um fino e difícil equilíbrio (...) uma aproximação a um conceito material de domínio* que possibilite que o *dever de lançamento de opa* possa ser excluído, não sendo exigível, quando *a pessoa que estaria obrigada ao lançamento da oferta provar não ter o domínio da sociedade visada (...)*. Trata-se da *prova negativa de domínio*, um expediente de afastamento do dever que apenas vale para a fasquia de um terço dos direitos de voto. Ora a indicação fundamental para *efeitos da delimitação do conceito de domínio*, como resulta do art. 21.º, nº1 do CVM, *reside na existência de uma influência dominante sobre a sociedade visada*. Deste modo, o afastamento do dever de opa resulta da demonstração que, além de não se atingir a metade dos direitos de voto (ou os outros dois indícios do nº2 e 3 do art.21.º) não exista uma influência dominante do participante.

I. O facto de as *equity options* constituírem um acordo de aquisição *futuro* de ações, significa que não existe no momento da celebração do contrato, um poder discricionário ou efetivo do participante sobre os direitos de voto respetivos, sendo futura a aquisição, estes contratos conferem somente uma eventual influência potencial ou futura, capaz de se transformar em exercício discricionário ou influência efetiva apenas quando exercido o direito de aquisição das ações subjacentes. Nestes moldes as *equity options*, enquanto tradutoras de uma influência de nível fraco, não podem conduzir a uma situação de *influência dominante* e, logicamente, de *domínio efetivo*, uma vez que o participante não tem qualquer influência atual sobre o exercício de direitos de voto.

II. Só resta concluir que as *equity options* não são fundamento suficiente que permitam concluir no sentido da existência de um domínio efetivo que obrigue o participante a lançar opa obrigatória nos termos previstos pelo nº1 do art.187.º, embora ressalve-se, que os contratos de opção não podem igualmente servir como escapatória ao dever de lançamento de opa, sendo justamente por esta razão que a prática que melhor concretiza os objetivos de salvaguarda concedida aos acionistas minoritários, será mesmo aquela na qual *o interessado deva demonstrar não ter antecipado a influência societária que apenas a aquisição consumirá* (Câmara, 2011), e depois sim, exercido o ónus, o participante encontrar-se-á elidido do dever de lançamento de opa obrigatória.

Capítulo 4: Crítica ao mecanismo de imputação de direitos de voto vigente: uma análise comparada

Em ordem a tecer uma crítica construtiva no que concerne o regime de imputação de direitos de voto consagrados na legislação nacional é mister analisar comparativamente aquilo que se passa nos ordenamentos europeus vizinhos no que a esta matéria diz respeito. Decidi escolher os ordenamentos jurídicos do Reino Unido, Alemanha e Itália enquanto exemplos paradigmáticos para os temas que se seguem.

Com a transposição da Diretiva da Transparência para os ordenamentos jurídicos estaduais criou-se uma dinâmica que embora assente nos mesmos pontos essenciais, acaba por divergir quanto às soluções encontradas para fundamentar e justificar a efetiva imputação de direitos de voto como também no próprio modo de respeitar na melhor medida possível seja os princípios de transparência seja os princípios de eficiência do mercado. Assim, através de um estudo comparativo será possível colmatar, ou pelo menos discutir, algumas medidas que permitam aperfeiçoar o sistema de imputação de direitos de voto nacional, principalmente no que às questões que ocupam esta dissertação dizem respeito. Os seguintes pontos e lições que decidi salientar são particularmente relevantes face às problemáticas já apresentadas nas páginas anteriores, dada a sua importância para o regime de imputação de direitos de voto nacional, quer pela própria discussão em torno do conceito de atuação concertada, das suas funções e da extensão da sua aplicação às demais situações de imputação previstas (com especial destaque para os acordos sobre a transmissibilidade de ações em especial); quer no que diz respeito à temática inerente ao direito de aquisição enquanto condição mínima para que um acordo de aquisição seja tratado como um instrumento de concertação que sirva de fundamento à imputação; quer pela própria possibilidade de existir uma alternativa ao próprio mecanismo de imputação.

I. O primeiro ponto-chave a ter em consideração está justamente ligado à noção de *atuação concertada*. Os ordenamentos jurídicos dos três países aqui sugeridos acabam por enfatizar a importância da noção (já descrita) de atuação concertada e a sua funcionalidade de fundamento geral, *único e essencial* (Bapitsta, 2016) à imputação de direitos de voto. O seu

interesse está particularmente claro no mecanismo de imputação de direitos de voto sobre acordos de aquisição no ordenamento jurídico alemão prevista no art. 30.º, ponto 2, do *WpUG* onde se prevê que serão imputados ao *Bieter* os direitos de voto detidos por terceiros que, por força de um acordo (*Vereinbarung*) ou por qualquer outro modo (*in sonstiger Weiser*), tenham consentido atuar concertadamente com ele ou com alguma das suas sociedades-filhas, tendo em vista a sociedade alvo. Nestes termos, a atuação concertada pressupõe que as partes cheguem a *acordo sobre o exercício dos respetivos direitos de voto ou que, por qualquer outro modo, colaborem entre si com o objetivo de modificar, de forma duradoura e significativa, a orientação empresarial de uma determinada sociedade* (Bapitsta, 2016), sendo que os autores germânicos chegam mesmo a desconsiderar para efeitos de aplicação da norma de imputação os acordos de aquisição conjunta de ações que não tenham sido celebrados com vista a querer exercer coordenadamente os respetivos direitos de voto, embora claro, tal consideração ou desconsideração terá sempre que ser analisada face à *ratio legis de cada regime* (Bapitsta, 2016), o mesmo equivale a dizer que a delimitação dos acordos relevantes neste âmbito serão mais ou menos abrangentes conforme os interesses e os objetivos visados pela imputação, um pouco como já vimos que deveria, justamente, funcionar para o ordenamento jurídico português, conforme se tratasse dos objetivos de divulgação de informação ou de lançamento de opa obrigatória. Em suma, para o ordenamento jurídico alemão, em traços gerais, uma aquisição feita mediante uma *equity option* serviria ou não enquanto fundamento de imputação, e consequente cômputo de participações qualificadas, se se expressasse enquanto *instrumento de concertação* para o exercício de uma influência relevante sobre a sociedade participada, sendo desconsiderada para tal efeito se a concertação não se provar. Estamos perante uma clara prevalência da finalidade face ao meio, ou seja, de uma desconsideração do acordo objetivamente considerado que se subsume à finalidade de imputação, embora claro, tal desconsideração seja criticada e discutida na doutrina alemã, são claras as intenções do legislador mobiliário alemão.

II. A segunda grande problemática levantada pelo nosso sistema, naquilo que aos acordos de aquisição (e particularmente às opções *diz respeito*) está estritamente conectada à possibilidade de aquisição e ao inerente *direito aquisitivo* que o beneficiário possui sobre as

ações objeto da transmissão. O *city code* é quem melhor decidiu enfrentar esta questão, estabelecendo no *FSA's Disclosure and Transparency Rules (DTR)* 5.1 sob a epígrafe *Notification of the acquisition or disposal of major shareholdings*, no ponto (4) que uma *acquisition or disposal of shares is to be regarded as effective when the relevant transaction is executed unless the transaction provides for settlement to be subject to conditions which are beyond the control of the parties in which case the acquisition or disposal is to be regarded as effective on the settlement of the transaction*. No fundo, vieram-se excluir todas as situações que, na agrupação proposta Hugo Moredo Santos para efeitos dos acordos relevantes à al. e) do n.º1, do art. 20.º, eram considerados como “(v) aqueles em que a aquisição pode acontecer caso ocorra em qualquer evento que não está na disponibilidade das partes.”. Esta total exclusão dos acordos sujeitos a condições suspensivas causais, o que na linguagem das opções financeiras corresponde seja às *barrier options* seja às *binary options*, é prova que o legislador britânico pretende enfatizar um argumento bastante discutido ao longo desta dissertação: a *robustez da imputação* e a sua relação com a intensidade da influência depende diretamente do *direito aquisitivo*. De certo, o ordenamento jurídico inglês entendeu que não se justifica necessário aplicar as *disclosure rules* aos acordos que, em virtude da existência de uma condição suspensiva, por exemplo, não atribuam um verdadeiro direito aquisitivo das ações mediante o acordo, protelando as obrigações de divulgação de informação relativas a estes acordos para o momento do *settlement of the transaction*. Trata-se no fundo da positivação daquilo que por cá definimos doutrinariamente - para as *knock-in barrier options* e para as *binary options* não existe um *direito aquisitivo*, mas sim uma mera expectativa de aquisição durante o período de pendência da condição suspensiva, tornando irrelevante (para efeitos de imputação) os acordos assim estabelecidos.

III. A terceira lição é-nos dada pelo TUF em Itália. Ao contrário do que acontece em Portugal, a definição dos critérios de imputação de direitos de voto para o cômputo das participações qualificadas que determinam os deveres de divulgação de informação (que aqui têm como destinatários a sociedade participada e a CONSOB) é uma das competências atribuídas à autoridade de supervisão dos mercados, a própria CONSOB. No fundo, o TUF, não estabelece quais são as situações que constituam fundamento para a imputação de

direitos de voto, ao invés, limita-se a estabelecer quais os critérios a utilizar no cálculo de tais participações, mandando por sua vez, considerar no cálculo de participações significativas e para efeitos da obrigação de comunicação a que se refere o art. 117.º do mesmo diploma, as ações submetidas aos pactos parassociais de que ele seja parte, considerando como pactos parassociais qualquer acordo que tem como objeto o exercício de direitos de voto. Incluem-se nestes, por extensão do n.º5, do art.122.º, al. b) instrumentos financeiros (*strumenti finanziari*) que atribuam direitos de aquisição (*diritti di acquisto*) ou subscrição das ações objeto do acordo parassocial. O legislador italiano vem deste modo criar uma “cadeira de remissões” (Bapitsta, 2016) que permite deduzir que embora não estabeleça um elenco taxativo de situações de imputação, existam critérios para o cálculo de participações qualificadas que presumem a existência de fundamentos de imputação, sendo que mesmo quando se referem aos acordos de aquisição de ações mediante instrumentos financeiros (*i.e. opções*) deverão traduzir numa situação de parassocialidade. Mais uma vez, enfatiza-se aqui a importância da noção de concertação, na sua relação com a parassocialidade, com destaque para os acordos que, embora sejam de aquisição, visem sobretudo que os participantes queiram concertar o exercício dos direitos de voto das ações correspondentes. Particularmente interessante é a escolha de um mecanismo alternativo que atribui uma panóplia de poderes à autoridade de supervisão de larga escala superior aos mesmos poderes observados no seio nacional, uma vez que cabe à CONSOB pronunciar-se sobre a definição dos critérios de imputação, como até já fez, aliás, para as próprias opções financeiras, como resulta da própria comunicação *n. DIS/29486 datada 18-4-2000* (CONSOB, 2000), na qual se estabelece até que as opções *put e call* não recaem no âmbito de aplicação do art. 122.º do diploma, a não ser que contenham cláusulas definíveis como *parassociais* (*a meno che tali contratti non contengano specifiche clausole definibili come “parasociali”*).

IV. Do exposto resultam algumas das conclusões já discutidas ao longo deste estudo. Em primeiro lugar, a própria importância por um lado, fratura por outro, dos temas da atuação em concertação (e problemas derivados) nos vários ordenamentos jurídicos em análise. Este é um tema comum a todos eles, e, a sua recorrência vem acompanhada por um alerta: talvez a importância da *atuação concertada* deva ser reconsiderada à luz da legislação nacional nos

Capítulo 4: Crítica ao mecanismo de imputação de direitos de voto vigente: uma análise comparada

mesmos termos que os que se encontram expostos para os ordenamentos jurídicos estrangeiros. De seguida, é de reconhecer que a noção de concertação traz de arrasto a definição de quais os instrumentos de concertação relevantes para que se cumpram na melhor das formas os *ratios* que fundamentam o regime da imputação. Devem tratar-se de instrumentos que objetivamente traduzam uma possibilidade de influência por parte do participante sobre a sociedade visada, sendo que só assim subjetivamente fará sentido avaliar se existe ou não concertação, pois só se objetivamente essa possibilidade exista, poderá ser subjetivamente analisada. Questiono-me se a política legislativa adotada pelo ordenamento jurídico italiano não é, neste ponto de vista, uma mais-valia à concretização de uma eficiente informatização dos investidores. Dar ao regulador a capacidade para, de forma orientada pelo texto da lei, definir as situações de imputação pode, se cautelosamente e justamente regulado, conduzir a uma efetiva transparência que melhor acompanha as dinâmicas do mercado, a particularidade dos produtos, e a própria vontade dos investidores. Convém, porém, admitir que a sujeição de, vamos supor, todos os acordos sobre a transmissibilidade de ações à estrita análise da CMVM (no caso português) poderia não ser um processo eficiente. A análise casuística seria penosa, e a duração do processo de decisão poderia colmatar com uma ineficiência do mecanismo de imputação.

V. A solução para um mecanismo de imputação de direitos de voto perfeito não existe. Mas podemos aperfeiçoá-lo, implementando alternativas ao regime atual que possibilitem (ou pelo menos ajudem) que a imputação de direitos de voto seja o mecanismo que promete ser, *aquele que dá o conhecimento, tão perfeito quanto possível, da identidade e das ligações entre os participantes da sociedade.*

Conclusões

I. Os derivados financeiros, categoria onde as opções financeiras se incluem, apresentam um conjunto de características únicas que tornam estes contratos particularmente interessantes para os investidores que pretendem adquirir ações. Estes contratos possibilitam a compra e venda de ações, muitas vezes em mercado não regulamentado (OTC – *over the counter*), de forma oculta e pouco transparente, através de acordos de aquisição que permitem não só sujeitar a execução do negócio a um prazo, que prorroga a execução do contrato para um momento incerto no tempo, como admitem também muitas das vezes que neste espaço temporal os beneficiários dos ditos acordos se tornem titulares económicos das ações em negociação sem no entanto se tornarem, pelo menos de forma imediata, proprietários jurídicos dessas mesmas ações.

II. A dissociação entre a propriedade jurídica e a propriedade económica sobre as ações (*decoupling*) ganha especial relevância quando consideramos a possibilidade de os direitos de voto, intrínsecos às ditas ações serem, como é característico no quadro das *equity options*, também eles dissociáveis das ações que lhes são subjacentes. Hoje, a modernização financeira trazida por estes instrumentos permite distorcer a proporcionalidade existente entre a propriedade jurídica das ações e os direitos de voto que lhes são correspondentes. As *equity options* de liquidação física, entre outros derivados financeiros sobre ações, vieram atribuir direitos de aquisição sobre as ações que, na pendência do exercício das opções (que é como quem diz da condição potestativa a favor do adquirente), permitem que o seu beneficiário possa influenciar os direitos de voto correspondentes a ações do qual este não é ainda proprietário jurídico.

III. Porém, conjuntamente às *equity options* de liquidação física, podem também existir *equity options* de liquidação financeira ou *cash-settled equity options* onde, na hipótese originária, o beneficiário não está interessado na aquisição das ações subjacentes ao contrato (na sua propriedade jurídica), ao invés, o mesmo só pretende negociar sobre a variação do preço destas ações – está focado na sua *performance*. Trata-se de um exemplo modelar do fenómeno de *decoupling* onde o beneficiário da *cash-settled equity option* pretende tornar-se mero proprietário económico das ações subjacentes na maturidade do instrumento financeiro

derivado sem nunca se tornar o proprietário jurídico destas. Contudo, esta separação total entre a titularidade jurídica e económica sobre as ações desde cedo começou a levantar dúvidas sobre a imputação dos direitos de voto influenciáveis pelo seu titular económico e rapidamente se concluiu que o *decoupling* pode muitas vezes justificar que se imputem os ditos direitos de voto pela concertação que possa surgir fruto do interesse económico inerente à contratação. O facto de o titular da posição longa, na execução do contrato, se encontrar numa situação económica que lhe faculta adquirir, *de facto*, as ações ao concedente, potencia a existência de fenómenos de influência societária, do beneficiário sobre o concedente ou sobre o titular jurídico das ações (que pode muitas das vezes ser um terceiro, o *issuer*), tradutoras daquilo a que hoje se chama de *hidden (morphable) ownership*. No fundo, trata-se do reconhecimento da situação pela qual o beneficiário da *cash-settled equity option* seja titular dos denominados *voting rights* (dos direitos de voto exercidos pelo beneficiário económico, ou que, por ventura, sejam por este instruídos), enquanto o concedente ou *issuer* seja meramente titular dos *formal voting rights*, que se encontram desprovidos dos *voting rights* exercidos pelo beneficiário. O teor oculto destas posições jurídicas e económicas detidas mediante *cash-settled equity options* e a influência dúbia exercida pelos beneficiários destes instrumentos, obrigaram os ordenamentos jurídicos estaduais e supraestaduais a criar mecanismos que permitissem desvendar e tornar públicas estas posições, e obrigar os beneficiários a divulgarem ao público (e às entidades reguladoras competentes) a informação relativa a posições cuja participação em sociedades abertas ultrapassasse determinadas fasquias. É no seguimento destas considerações que em Portugal, particularmente após a transposição da Diretiva 2004/109/CE, conhecida como Diretiva da Transparência, que é consagrado o novo e atual regime da imputação de direitos de voto do art. 20.º do CVM.

IV. O regime da imputação de direitos de voto do CVM é um regime unificado com uma funcionalidade plural. Os critérios de imputação têm um carácter inequívoco e cada situação de imputação tem, como analisei, a sua própria natureza jurídica, pois cada uma das situações de imputação previstas pelo mecanismo é um feixe relacional distinto das demais, uma base de ligação com características próprias cujo meio e finalidade são diversas entre si. Estas diferenças justificam um tratamento jurídico próprio face à correlação existente entre cada

um dos feixes relacionais e a própria robustez de imputação, sendo impossível reconduzir o conjunto de todas as situações de imputação, e as finalidades distintas visadas por cada uma delas, a uma só natureza jurídica. É nesta mesma ordem de consideração que defendo que devemos partir do princípio que cada uma das situações de imputação, particularmente as respeitantes à imputação com fundamento em contratos de *equity options* de liquidação física – constantes do al. e), n.º1, do art. 20.º – ou contratos de *equity options* de liquidação financeira – constantes da al. i), do n.º1, do art. 20.º – devam ser interpretadas tendo em conta o que os caracteriza, o que os distingue e, particularmente, o que os transforma em *instrumentos de concertação*, uma vez que a atuação em concertação é, a meu ver, fundamento geral e último de todas as situações de imputação do n.º1, do art.20.º do CVM.

V. O beneficiário, ou nestes termos o participante, deverá sempre poder provar que a relação estabelecida entre este e a sociedade participada seja independente de influência (que não haja concertação), e é justamente por esta razão, que a natureza jurídica das alíneas supramencionadas deverá ser a de presunção relativa, e a sua interpretação adaptada à funcionalidade das diferentes disposições, conforme a finalidade visada seja a estipulação dos deveres de comunicação ou o lançamento de opa obrigatória.

VI. A principal conclusão desta dissertação está justamente na defesa da adaptabilidade do direito mobiliário às novas situações de influência societária proporcionada por instrumentos financeiros derivados. Os princípios de transparência não devem ser interpretados para além do seu escopo funcional, deverá existir uma delimitação eficiente e justa da informação divulgada ao mercado – uma verdadeira *contextualização interpretativa* das normas de imputação. A obrigação da divulgação das participações qualificadas detidas mediante posições longas em *equity options* é um mero exemplo de como, muitas das vezes, a existência de uma posição longa não possa ser fundamento único e exclusivo para que, irrefutavelmente, em jeito de ficção legal, se possam imputar ao participante os direitos de voto que este não pode, e muitas vezes não pretende, sequer, influenciar. É por isso que considero que as *equity options* nas suas diferentes modalidades devam ser analisadas casuisticamente e não se devem temer litígios cuja apreciação careceria de prova e de resolução por meio de decisão fundamentada, uma vez que uma

decisão nestes termos não é de qualquer forma contrária aos ditames da transparência, pelo contrário.

VII. Concluo, portanto, que as *equity options* podem constituir fundamento suficiente à imputação de direitos de voto, embora para tal, seja necessário que o intérprete faça uma análise casuística das opções financeiras sob análise. O aplicador do n.º1, do art. 20.º, particularmente no que às als. e) e i) diz respeito, deverá saber guiar-se pela matéria jurídica em exame, sendo que para tal precisará saber interpretar e distinguir os seguintes elementos: **(i)** identificar se se trata de uma opção de liquidação física ou financeira; **(ii)** reconhecer qual é a modalidade de opção em análise; **(iii)** discernir os detalhes económicos da opção; **(iv)** fazer a análise conjunta das opções negociadas pelo participante sobre as ações em análise; **(v)** confirmar se os vários elementos apontam no sentido da existência de um *instrumento de concertação* e, derivadamente, de uma possível atuação concertada entre o participante e a sociedade visada; e, **(vi)** após apurar todos estes detalhes, deverá verificar para qual finalidade é chamado a intervir o mecanismo de imputação

A identificação aludida no ponto **(i)** visa justamente a identificação do tipo de liquidação da opção. Deste modo, o intérprete distinguirá logo à partida se uma determinada situação de imputação derivada da detenção de uma posição longa se sujeitará às exigências aplicativas da al. e) ou da al. i), do n.º1, do art.20.º. Caso o intérprete esteja perante uma *binary option*, uma *asian option* ou uma qualquer outra opção onde a liquidação esteja definida como sendo financeira, deverá verificar se as condições para a aplicação da al. i) se encontram preenchidas, o que no fundo significa que o mesmo deverá compreender se a concertação em virtude de uma possível situação de *hidden (morphable) ownership* é, ou não, plausível. Esta possibilidade deve ser analisada face à presença da *economic exposure* do participante ser ou não tradutora de uma posição de influência potencial sobre os direitos de voto das ações subjacentes à *cash-settled equity option*, permitindo que este possa, seja exercer os *voting rights* – exercer uma influência sobre (através) o (do) concedente e titular jurídico das ações respetivas – seja assegurando a *de facto ability* de adquirir as ditas ações, tendo para tal que confluir a existência de uma situação económica análoga à detenção das ações resultante do encaixe do *payoff* da execução da opção e a presença de uma relação comercial que justifique a plausibilidade de

o concedente vender fisicamente as ações se neste sentido seja instruído, exigindo-se que para tal este deverá ser o titular jurídico das ditas ações. Verificadas estas hipóteses, e excluídas quaisquer outras que possam apontar num sentido contrário, estão preenchidas as primeiras condições para que se possa afirmar uma possível situação de imputação sob a hipótese legal da al. i). Por outro lado, sendo física a liquidação, o intérprete deverá identificar se se preenchem os requisitos da al. e). É, portanto, necessário que o participante possua um verdadeiro *direito aquisitivo* sobre as ações subjacentes ao contrato de opção, tal significa que o participante deve possuir uma real expectativa jurídica sobre a aquisição das ações, trata-se de um verdadeiro direito e não de um mero poder de aquisição do titular beneficiário da opção financeira.

É justamente neste ponto, igualmente importante para os acordos de liquidação financeira que recaem no âmbito da al. i), que devem ser analisadas as restantes modalidades de opções **(ii)** que não dizem unicamente respeito ao modo de liquidação de opção, tratam-se das opções barreira cujas condições sejam suspensivas ou resolutivas, conforme sejam *knock-out options* ou *knock-in options* (ou *binary options*). Aqui, é particularmente relevante o intérprete identificar se a existência das condições causais não afeta o direito aquisitivo do participante, uma vez que como concluí, a existência de condições suspensivas causais, intrínsecas às *knock-in options* e as *binary options*, colocam o participante numa posição desprovida de qualquer direito de aquisição, dado que a verificação da condição é completamente indisponível à qualquer uma das partes contratuais, o participante não poderá exercer a opção na pendência da condição suspensiva, o que conduz à impossibilidade de podermos falar da existência de um direito aquisitivo na esfera do participante.

As condições barreira são geralmente representadas em termos de preço, razão pela qual são, juntamente com o *strike price* e os outros elementos financeiros relevantes, fortes indicadores dos detalhes económicos da opção financeira **(iii)**. A análise económica da *equity option* é mais uma tarefa importante que o intérprete deverá explorar para que possa concluir no sentido de uma imputação mais ou menos robusta. O melhor exemplo desta afirmação está justamente na compreensão da noção de opção especulativa, ou seja, da opção que persegue uma finalidade de especulação por, em tom de exemplo, se tratar de uma *knock-out*

option cuja barreira esteja fixada numa fasquia muito próxima ao preço transacionado no mercado spot da ação subjacente, situação potencialmente tradutora de uma imediata ou próxima resolução do contrato de opção por verificação da condição resolutive de *knock-out*. A relevância desta situação na determinação de uma situação positiva de imputação surge justamente pela existência de uma finalidade que diverge do fenómeno aquisitivo, uma vez que é fácil verificar-se que uma opção altamente especulativa dificilmente terminará numa aquisição, sendo factualmente falacioso falar-se da detenção de um direito aquisitivo do participante beneficiário de uma opção especulativa e, conseqüentemente, dúbio poder considerar-se que uma opção nestes termos constitua um instrumento de concertação para efeitos da aplicação seja da al. e), seja da al. i), do n.º1, do art.20.º.

A imputação de direitos de voto visa imputar todos os votos exercíveis ou influenciáveis pelo participante. Por isso, a imputação com fundamento em *equity options* não poderá descurar a possibilidade de não existir um só contrato de opção de aquisição sobre um determinado número de ações, deverá ter em conta que podem existir vários contratos de opção que incidem sobre as mesmas ações de base **(iv)**. Pense-se na possibilidade de existirem dois contratos de *equity options* contrários entre si, como sucede com os *unwind notices* ou *close-out deals*. Caso o participante esteja a comprar mediante uma *equity option* um determinado número de ações e, contemporaneamente, esteja a vender essas mesmas ações num outro contrato de opção em idênticas condições de execução contratual, não fará sentido imputar-lhe os direitos de voto inerentes, pois facilmente se compreenderá que a execução do contrato de aquisição ocorrerá contemporaneamente à execução do contrato de venda, e que embora a *call equity option* até possa ser considerada um instrumento de concertação no que toca ao meio, não traduz uma situação de concertação quanto à finalidade, pois embora o participante adquira os direitos de voto não irá detê-los na medida de os poder influenciar.

Apurados todos estes pressupostos, analisado o feixe relacional quanto ao meio e sua finalidade, **(v)** o intérprete estará finalmente na posição de identificar se o participante, beneficiário de uma *equity option*, é detentor de um verdadeiro instrumento de concertação que pode servir de fundamento à imputação de direitos de voto.

No final deste processo, **(vi)** a tarefa do intérprete estará limitada à identificação da funcionalidade para a qual a imputação de direitos de voto é invocada, e aí tudo se resume à impossibilidade de as *equity options* constituírem um instrumento de concertação suficiente que sirva como fundamento ao lançamento de opa obrigatória, uma vez que a inexistência de uma influência efetiva e atual do participante sobre a sociedade visada chumba a prova de domínio exigida pelo n.º 2, do art. 187.º do Código dos Valores Mobiliários, não se excluindo, contudo, a hipótese que tal dever se constitua na esfera jurídica do participante se a aquisição mais tarde se verificar, surgindo aí a derradeira obrigação de lançamento de opa nos termos legais.

Não me resta que concluir que nos moldes das als. e) e i), do n.º 1, do art. 20.º, as *equity options*, enquanto *instrumentos de concertação*, servirão “somente” como fundamento à imputação de direitos de voto para efeitos de divulgação de informação do art. 16.º do CVM. A lição do Professor Doutor Osório de Castro (Castro O. d.) nunca fez tanto sentido como agora, este é de facto *um terreno que não é nada isento de escolhos*.

Bibliografia

- Abreu, M. (2012). *Economia Monetária e Financeira*. Lisboa: Escolar Editora.
- Almeida, A. P. (2013). *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados*. Coimbra: Coimbra Editora.
- Antunes, E. (2018). "Equity Swaps" e titularidade de participações sociais. *O Direito*.
- Antunes, J. A. (2008). Os Derivados. *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*.
- Bapitsta, D. F. (2016). *A atuação em concertação como fundamento de imputação de direitos de voto no mercado de capitais*. Porto: Universidade Católica Editora.
- Câmara, P. (2011). *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. Coimbra: Almedina.
- Castro, A. R. (2016). *A imputação de Direitos de Voto nos termos do Artigo 20º do Código dos Valores Mobiliários*. Universidade Católica Portuguesa.
- Castro, C. O. (s.d.). *Os casos de obrigatoriedade do lançamento de uma oferta pública de aquisição*.
- Castro, O. d. (s.d.). A imputação de direitos de voto no código dos valores mobiliários. *Caderno de mercado de valores mobiliários*.
- CMVM. (s.d.). *www.cmvm.pt*. Obtido de Relatório Final da Consulta Pública n.º11/2005 sobre o anteprojeto de diploma de Transposição da Diretiva das OPA.
- CONSOB. (18 de Abril de 2000). *Consob.it*. Obtido de <http://www.consob.it/documents/46180/46181/29486.pdf/01acbca9-7433-473b-9069-5bda6a2d943b>
- Ferreira, D. (2009). *Opções Financeiras, Gestão de Risco, Especulação e Arbitragem*. Lisboa: Edições Sílabo.
- Ferreira, D. (2010). *Futuros e Outros Derivados*. Lisboa: Edições Sílabo, LDA.
- Geraldes, J. d. (s.d.). *Tipicidade Contratual e condicionalidade suspensiva*.
- Girino, E. (2001). *I Contratti Derivati*. Milano.
- Gonçalves, D. C. (s.d.). Produtos Financeiros Complexos e Prips. Em *I congresso dos valores mobiliários e mercados financeiros*. Almedina.
- Henry T.C. Hu, B. B. (2007). Hedge Funds, Insiders, and the Decoupling of Economic and Voting Ownership: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership. *Journal of Corporate Finance*.

International Swaps and Derivatives Association . (2002). 2002 Equity Derivatives Definitions

Machado, B. (1983). *Introdução ao direito e ao discurso legitimador*. Coimbra: Almedina.

Martins, J. P. (s.d.). Operações sobre instrumentos derivados, imputação de direitos de voto e contrapartida da oferta pública de aquisição. Em *Estudos em Memória do Professor Doutor Paulo M. Sendin, Direito e Justiça*. Lisboa: Universidade Católica Editora.

Mobiliários, C. d. (s.d.). *Glossário de termos relativos a instrumentos financeiros*. Obtido de CMVM.pt:

<http://www.cmvm.pt/pt/SDI/ProdutosFinanceirosComplexos/Pages/Gloss%C3%A1riodetermosrelativosaInstrumentosFinanceiros.aspx>

Neves, V. P. (s.d.). A natureza transitiva dos critérios de imputação de direitos de voto no CVM. *Estudos Comemorativos dos 10 anos da Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa, Volume II* (pp. 507-541). Coimbra: Almedina.

Neyman, G. (1999). *Les contrats de Produit Dérivés: Aspects Juridiques*. Bruxelles.

Peltier, F. (s.d.).

Pinto, C. A. (2012). *Teoria Geral do Direito Civil*. Coimbra: Coimbra Editora.

Po, L. L. (2014). Cash-Settled Corporate Equity Derivatives: The relationship between disclosure rules and decoupling phenomena. *Rivista di Diritto Bancario*, 1-28.

Reiner, G. (2002). *Derivative Finanzinstrumente im Recht*. Baden-Baden.

Resende, J. M. (2010). *A imputação de Direitos de Voto no Mercado de Capitais*. Universidade Católica Editora.

Santos, H. M. (2011). *Transparência, OPA obrigatória e Imputação de Direitos de Voto*. Lisboa: Coimbra Editora .

Silva, J. S. (2007). Algumas observações em torno da tripla funcionalidade da técnica de imputação de votos no Código dos Valores Mobiliários. *CadMVM* nº26, 47.

Silva, P. C. (2007). *A imputação de direitos de voto na oferta pública de aquisição*. Coimbra Editora.

Teixeira, M. E. (2017). *O Contrato de Swap: o credit default swap e o seguro de crédito* . Edições Almedina.

Bibliografia

Tonello, E. d. (2010). Know your shareholders: The use of Cash-Settled Equity Derivatives to Hide Corporate Ownership Interests. *Director Notes - The European Series*.

Varela, J. d. (2000). *Das Obrigações em Geral - Vol. I*. Coimbra: Almedina.

Vasconcelos, P. P. (2012). *Teoria Geral do Direito Civil*. Almedina.

